

**EUWAX Aktiengesellschaft
Stuttgart**

**Jahresabschluss und Lagebericht
31. Dezember 2005**

BESTÄTIGUNGSVERMERK

Wir haben den Jahresabschluss - bestehend aus Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung sowie Anhang - unter Einbeziehung der Buchführung und den Lagebericht der EUWAX Aktiengesellschaft, Stuttgart, für das Geschäftsjahr vom 1. Januar bis 31. Dezember 2005 geprüft. Die Buchführung und die Aufstellung von Jahresabschluss und Lagebericht nach den deutschen handelsrechtlichen Vorschriften sowie den ergänzenden Bestimmungen der Satzung liegen in der Verantwortung des Vorstands der Gesellschaft. Unsere Aufgabe ist es, auf der Grundlage der von uns durchgeführten Prüfung eine Beurteilung über den Jahresabschluss unter Einbeziehung der Buchführung und über den Lagebericht abzugeben.

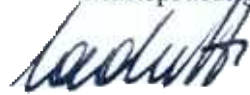
Wir haben unsere Jahresabschlussprüfung nach § 317 HGB unter Beachtung der vom Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) festgestellten deutschen Grundsätze ordnungsmäßiger Abschlussprüfung vorgenommen. Danach ist die Prüfung so zu planen und durchzuführen, dass Unrichtigkeiten und Verstöße, die sich auf die Darstellung des durch den Jahresabschluss unter Beachtung der Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung und durch den Lagebericht vermittelten Bildes der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage wesentlich auswirken, mit hinreichender Sicherheit erkannt werden. Bei der Festlegung der Prüfungshandlungen werden die Kenntnisse über die Geschäftstätigkeit und über das wirtschaftliche und rechtliche Umfeld der Gesellschaft sowie die Erwartungen über mögliche Fehler berücksichtigt. Im Rahmen der Prüfung werden die Wirksamkeit des rechnungslegungsbezogenen internen Kontrollsystems sowie Nachweise für die Angaben in Buchführung, Jahresabschluss und Lagebericht überwiegend auf der Basis von Stichproben beurteilt. Die Prüfung umfasst die Beurteilung der angewandten Bilanzierungsgrundsätze und der wesentlichen Einschätzungen des Vorstands sowie die Würdigung der Gesamtdarstellung des Jahresabschlusses und des Lageberichts. Wir sind der Auffassung, dass unsere Prüfung eine hinreichend sichere Grundlage für unsere Beurteilung bildet.

Unsere Prüfung hat zu keinen Einwendungen geführt.

Nach unserer Beurteilung aufgrund der bei der Prüfung gewonnenen Erkenntnisse entspricht der Jahresabschluss den gesetzlichen Vorschriften sowie den ergänzenden Bestimmungen der Satzung und vermittelt unter Beachtung der Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft. Der Lagebericht steht in Einklang mit dem Jahresabschluss, vermittelt insgesamt ein zutreffendes Bild von der Lage der Gesellschaft und stellt die Chancen und Risiken der zukünftigen Entwicklung zutreffend dar.

Stuttgart, 7. März 2006

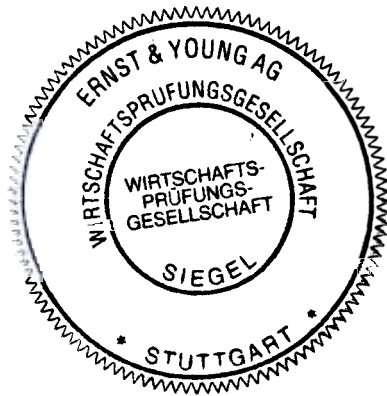
Ernst & Young AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Prof. Dr. Caduff
Wirtschaftsprüfer



Schnitzerling
Wirtschaftsprüfer



EUWAX AG, Stuttgart
Jahresbilanz zum 31. Dezember 2005

AKTIVA	EUR		31.12.2004		PASSIVA	EUR		31.12.2004	
			TEUR	TEUR				TEUR	TEUR
1. Barreserve					1. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten				
-) Kassenbestand		715,49		1	-) täglich fällig		107.854,25		118
2. Forderungen an Kreditinstitute					2. Sonstige Verbindlichkeiten		4.148.788,24		3.502
a) täglich fällig	30.026.651,19		13.188		3. Rechnungsabgrenzungsposten		131,46		0
b) andere Forderungen	<u>35.015.881,94</u>	65.042.533,13	<u>39.048</u>	52.236	4. Rückstellungen				
3. Forderungen an Kunden		0,00		130	a) Steuerrückstellungen	2.576.804,00		3.823	
darunter: an Finanzdienstleistungsinstitute EUR 0,00 (Vj. TEUR 130)					b) andere Rückstellungen	<u>2.103.969,00</u>	4.680.773,00	<u>2.697</u>	6.520
4. Schuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere					5. Eigenkapital				
-) Anleihen und Schuldverschreibungen					a) gezeichnetes Kapital	5.150.000,00		5.150	
a) von öffentlichen Emittenten	620.638,48		601		b) Kapitalrücklage	21.067.750,00		21.068	
darunter: beleihbar bei der Deutschen Bundesbank					c) Gewinnrücklagen				
EUR 23.052,00 (Vj. TEUR 0)					ca) Rücklage für eigene Anteile	1.338.049,81		2.200	
b) von anderen Emittenten	6.811.349,65		7.773		cb) andere Gewinnrücklagen	36.164.950,19		26.701	
darunter: beleihbar bei der Deutschen Bundesbank					d) Bilanzgewinn	<u>8.456.470,88</u>	72.177.220,88	<u>8.000</u>	63.119
EUR 3.861.957,35 (Vj. TEUR 1.926)		7.431.988,13		8.374					
5. Aktien und andere nicht festverzinsliche Wertpapiere		4.820.428,21		7.454					
6. Beteiligungen		732.250,00		0					
darunter: an Kreditinstituten EUR 0,00 (Vj. TEUR 0)									
darunter: an Finanzdienstleistungsinstituten EUR 0,00 (Vj. TEUR 0)									
7. Anteile an verbundenen Unternehmen		659.228,59	1.429	1.429					
darunter: an Kreditinstituten EUR 0,00 (Vj. TEUR 0)									
darunter: an Finanzdienstleistungsinstituten EUR 609.228,59 (Vj. TEUR 1.379)									
8. Immaterielle Anlagewerte		78.818,92		129					
9. Sachanlagen		768.050,00		978					
10. Eigene Aktien oder Anteile		1.338.049,81		2.200					
Nennbetrag: EUR 50.110,00 (Vj.: 100.024,00)									
11. Sonstige Vermögensgegenstände		178.127,19		299					
12. Rechnungsabgrenzungsposten		<u>64.578,36</u>		<u>29</u>					
		<u>81.114.767,83</u>		<u>73.259</u>					
							<u>81.114.767,83</u>		<u>73.259</u>

EUWAX AG, Stuttgart
Gewinn- und Verlustrechnung für die Zeit vom 1. Januar bis zum 31. Dezember 2005

	EUR		2004 TEUR	
1. Zinserträge aus				
a) Kredit- und Geldmarktgeschäften	1.178.541,16		1.022	
b) festverzinslichen Wertpapieren und Schuldbuchforderungen	<u>7.376.110,23</u>	8.554.651,39	<u>8.901</u>	9.923
2. Zinsaufwendungen		<u>7.211.482,68</u>	<u>8.619</u>	1.304
3. Laufende Erträge aus				
-) Aktien und anderen nicht festverzinslichen Wertpapieren		3.074,49	15	15
4. Provisionserträge		30.408.600,89	30.813	
davon:				
-) Courtageträge EUR 30.408.600,89 (Vj. TEUR 30.813)				
5. Provisionsaufwendungen		160.382,96	325	
davon:				
-) Courtagaufwendungen EUR 160.382,96 (Vj. TEUR 325)		<u>30.248.217,93</u>		<u>30.488</u>
6a. Ertrag aus Finanzgeschäften		43.174.716,62	43.412	
davon:				
aa) Wertpapiere EUR 1.225.899,98 (Vj. TEUR 950)				
ab) Futures EUR 0,00 (Vj. TEUR 9)				
ac) Kursdifferenzen aus Aufgabegeschäften EUR 41.948.816,64 (Vj. TEUR 42.454)				
6b. Aufwand aus Finanzgeschäften		24.881.801,45	26.988	
davon:				
ba) Wertpapiere EUR 895.869,03 (Vj. TEUR 1.572)				
bb) Futures EUR 0,00 (Vj. TEUR 29)				
bc) Kursdifferenzen aus Aufgabegeschäften EUR 23.985.932,42 (Vj. TEUR 25.387)		<u>18.292.915,17</u>		<u>16.424</u>
7. Sonstige betriebliche Erträge		1.816.657,86		2.668
8. Allgemeine Verwaltungsaufwendungen				
a) Personalaufwand				
aa) Löhne und Gehälter	9.378.465,58		11.064	
ab) Soziale Abgaben und Aufwendungen für Altersversorgung und für Unterstützung,	980.575,26		992	
darunter:				
für Altersversorgung EUR 0,00 (Vj. TEUR 0)		<u>10.359.040,84</u>		<u>12.056</u>
b) andere Verwaltungsaufwendungen		<u>13.384.483,31</u>	<u>23.743.524,15</u>	<u>12.111</u>
9. Abschreibungen und Wertberichtigungen auf immaterielle Anlagewerte und Sachanlagen		328.175,57		475
10. Sonstige betriebliche Aufwendungen		0,00		46
11. Abschreibungen und Wertberichtigungen auf Forderungen und bestimmte Wertpapiere sowie Zuführungen zu Rückstellungen im Kreditgeschäft		82.314,48		88
12. Erträge aus Zuschreibungen zu Forderungen und bestimmten Wertpapieren sowie aus der Auflösung von Rückstellungen im Kreditgeschäft		<u>51.330,30</u>	-30.984,18	<u>91</u>
13. Abschreibungen und Wertberichtigungen auf Beteiligungen, Anteile an verbundenen Unternehmen und wie Anlagevermögen behandelte Wertpapiere		770.000,00		0
14. Erträge aus Zuschreibungen zu Beteiligungen, Anteilen an verbundenen Unternehmen und wie Anlagevermögen behandelten Wertpapieren		<u>1.146.233,00</u>	376.233,00	<u>132</u>
15. Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit		27.977.583,26		26.346
16. Steuern vom Einkommen und vom Ertrag		11.309.899,90	10.424	
17. Sonstige Steuern		<u>3.297,00</u>	11.313.196,90	<u>2</u>
18. Jahresüberschuss		16.664.386,36		15.920
19. Gewinnvortrag		124.084,52		50
20. Entnahmen aus Gewinnrücklagen			16.788.470,88	15.970
a) aus der Rücklage für eigene Anteile	862.160,80			0
b) aus anderen Gewinnrücklagen	<u>0,00</u>	862.160,80	<u>1.766</u>	1.766
21. Einstellungen in Gewinnrücklagen		17.650.631,68		17.736
a) in die Rücklage für eigene Anteile	0,00		1.766	
b) in andere Gewinnrücklagen	<u>9.194.160,80</u>	9.194.160,80	<u>7.970</u>	9.736
22. Bilanzgewinn		<u>8.456.470,88</u>		<u>8.000</u>

Lagebericht 2005 der EUWAX Aktiengesellschaft, Stuttgart

Markt

Kapitalmärkte weltweit im Aufwind

Rekordstände des Ölpreises, eine deutliche Straffung der Geldpolitik in den **USA** und das Comeback der japanischen Wirtschaft waren neben den vorgezogenen Neuwahlen in Deutschland bestimmende Faktoren des Jahres 2005. Die Finanzmärkte honorierten die Widerstandskraft der Weltwirtschaft gegenüber Zinserhöhungen, hohen Öl- und Rohstoffpreisen. Während die US-Märkte die dortigen Zinserhöhungen mit einer schwachen Performance verdauten, zeigten Europa und Asien die von vielen Anlegern erwartete gute Entwicklung und bauten den bisherigen Bewertungsabschlag zu den US-Börsen ab. Zum Jahresende erklommen viele Aktienmärkte und hierbei insbesondere der deutsche Aktienindex DAX[®] mehrjährige Höchststände.

Auch wenn die US-Börsen nicht zur treibenden Kraft des globalen Kursaufschwungs werden konnten, so war die US-Wirtschaft weiterhin eine Stütze des globalen Wirtschaftswachstums. Nachdem zu Jahresbeginn noch ein deutlicher Pessimismus insbesondere gegenüber Technologieaktien zu spüren war, konnte sich im weiteren Jahresverlauf eine Aufhellung von Stimmung und realen Zahlenwerken durchsetzen.

Die US-Wirtschaft zeigte auch weiterhin solide Wachstumsraten. Privater Konsum und die Investitionen der Unternehmen blieben die Säulen des anhaltenden Aufschwungs. Weder die hohen Rohstoffkosten, noch externe Schocks wie der Hurrikan Katrina oder die deutlich restriktivere Geldpolitik der US-Notenbank hinterließen nachhaltige Bremsspuren in der Konjunkturdynamik. Unterstützend wirkten ebenso der belebte Arbeitsmarkt und der noch immer nicht abgerissene Immobilienboom. In einer zu starken Abkühlung des US-Immobilienmarktes sehen vielen Strategen eine der größten Gefahrenquellen für die US-Konjunktur.

Die US-Aktienmärkte, welche bereits im Jahr 2002 und damit deutlich früher als viele andere globale Börsen den Bärenmarkt hinter sich ließen, konnten 2005 nicht mit der sehr guten Performance vieler europäischer und asiatischer Börsen mithalten. Das gute Abschlussquartal ermöglichte zwar noch eine leicht positive Jahresbilanz. Doch insgesamt zeigten sich die US-Börsen anhaltend im Banne der intensiven Zinserhöhungsrunde durch die US-Notenbank. Zu deutlich hatten viele Investoren noch die negativen Auswirkungen des letzten Erhöhungszyklusses vor Augen. Der Jahresverlauf hat jedoch gezeigt, dass sich Kapazitäten und Investitionen auf einem vernünftigen Niveau bewegen und sich sowohl die Unternehmen, wie auch die privaten Konsumenten gut auf das nun erhöhte Zinsniveau eingestellt haben. Der in 2005 hohe inflationäre Druck auf die Notenbank ließ bei einigen Marktteilnehmern Befürchtungen hinsichtlich einer zu starken Anhebung des Zinsniveaus aufkommen. Die zum Jahresende leicht rückläufigen Energiepreise und ein damit einhergehender abnehmender Inflationsdruck schlugen sich jedoch in der zukünftigen Haltung der Notenbank positiv nieder, sodass diese ein Ende des laufenden Erhöhungszyklusses in Aussicht gestellt hat.

Der US-Dollar profitierte in 2005 stark von durchgeführten Zinserhöhungen in den USA. Er konnte sich sowohl zum Euro als auch zum japanischen Yen von den Verlusten der Vorjahre erholen. Die Ungleichgewichte in US-Haushalt und Leistungsbilanz haben jedoch anhaltend Bestand und könnten zukünftig belastend für die US-Konjunktur und den erstarkten Dollar sein. Der hohe Schuldenstand der öffentlichen und privaten Haushalte wird im Zusammenspiel mit einer potenziellen Schwäche des nationalen Immobilienmarktes als Hauptrisiko für die sehr binnenlastige US-Wirtschaft identifiziert. Zahlreiche US-Volkswirte sehen die Wirtschaft jedoch aus 2005 gestärkt hervorgehen und auf einen zwar ermäßigten, jedoch soliden Wachstumspfad in 2006 einschwenken.

Eine Lokomotive der global weiterhin dynamischen Konjunktorentwicklung war erneut **China**. Der anhaltende Rohstoffhunger der chinesischen Volkswirtschaft sorgte nicht nur für eine Fortsetzung der

Rohstoffhaussse, sondern entfaltete auch positive Effekte auf die globalen Exportnationen. Die Wachstumsraten der Volksrepublik verblieben auf stark expansivem Niveau und zeigten im Jahresverlauf keine Tendenz zur Schwäche. Die chinesischen Aktienmärkte konnten von dieser positiven Entwicklung aber erneut nur bedingt profitieren.

Als Comeback des Jahres kann die **japanische Wirtschaft** und der dortige Aktienmarkt bezeichnet werden. Zeigten sich die globalen Investoren bis zur Jahresmitte noch skeptisch bezüglich der Nachhaltigkeit der wirtschaftlichen Erholung des Landes, so verfielen sie anschließend in einen wahren Kaufrausch, um die chronische Untergewichtung japanischen Aktien in den Portfolien zu beenden. Der Nikkei erreichte in diesem Umfeld, gestützt durch eine Vielzahl positiver fundamentaler Daten eine Jahresperformance von rund 40 %, was dem stärksten Anstieg seit fast 20 Jahren entspricht.

Die Eurozone und hierbei insbesondere **Deutschland** mussten den erhofften Wirtschaftsaufschwung erneut auf der Zeitachse nach hinten schieben. Wie in den Vorjahren erfuhr die deutsche Volkswirtschaft trotz Exportboom keine Dynamisierung und verharrte in der von strukturellen Defiziten geprägten Stagnation. Arbeitsmarkt, privater Konsum und der Immobiliensektor verzeichneten keine Belebung. Insbesondere der anhaltende Arbeitsplatzabbau durch Großunternehmen und die Verlagerung von produzierenden Bereichen in Emerging Markets ließen ein von Zukunftsängsten geprägtes Klima mit schwacher Binnenkonjunktur anhalten.

Trotz der nach wie vor verhaltenen Rahmenbedingungen zählte der DAX® im abgelaufenen Jahr mit einem Zuwachs von 27 % zu den großen Gewinnern unter den globalen Aktienindices. Nachdem der deutsche Leitindex im ersten Quartal noch in einer Seitwärtsbewegung verharrte, erfolgte ab dem Monat Mai eine steile Aufwärtsbewegung, welche nur von einer leichten Korrektur im Oktober unterbrochen wurde. Die Sommerflaute blieb 2005 im Gegensatz zum Vorjahr aufgrund der aufgehellten Börsenstimmung aus.

Die im September abgehaltenen vorgezogenen Neuwahlen in Deutschland waren eine zusätzliche Stimulanz für den deutschen Aktienindex DAX®. Zwar wurden die anfangs hohen Erwartungen bezüglich einer reformfreudigen neuen Regierung nicht erfüllt. Investoren scheinen sich aber mit der nun regierenden großen Koalition angefreundet zu haben und strafte den DAX® nur sehr kurzzeitig für den Wahlausgang ab.

Günstiges Umfeld für deutsche Wertpapierhandelsbranche

Insbesondere die institutionellen und zunehmend auch die privaten Anleger in Deutschland ließen im Jahresverlauf eine deutliche Erhöhung ihrer Risikobereitschaft erkennen. Die **Umsätze an den deutschen Parkettbörsen** spiegeln diese Entwicklung wider. Neben einer wieder erhöhten Attraktivität von Investments in Aktien und Fonds, konnte sich die Wertpapierklasse der verbrieften Derivate weiter als Anlagemedium etablieren. Nach Jahren des Rückgangs stieg die Anzahl der Aktionäre in Deutschland wieder. Dies unterstreicht die nur langsam verheilenden Wunden im Anlegervertrauen, welche durch den Crash der Jahre 2000 bis 2003 gerissen wurde.

Im Umfeld der Terroranschläge von London im Juli zeigte sich ein sprunghafter Anstieg der **Volatilitäten**, der ein günstiges Umfeld für die Derivateumsätze schuf und bis zum Ende des 3. Quartals anhielt. Im Abschlussquartal ermäßigten sich die Schwankungen an den Kapitalmärkten jedoch wieder und der VDAX® als Gradmesser dieser Entwicklung fiel in den Bereich seines Allzeittiefs zurück.

Der **Markt für Börsengänge** zeigte in 2005 auch in Deutschland die lang erhoffte Belebung und spiegelte das gestiegene Anlegervertrauen wieder. Zwar erfolgte eine hohe Anzahl der Erstnotizen im nur schwach regulierten Freiverkehrsegment, doch die positive Entwicklung sollte den Weg für weitere und größere Börsengänge in 2006 ebnen. Insbesondere der durch die explodierten Energiepreise zusätzlich angeheizte Boom bei erneuerbaren Energien sorgte bei den Zeichnungen für neue Aktien dieser Branche für eine enorme Nachfrage, wie sie bisher nur aus den Zeiten des neuen Marktes gekannt wurde.

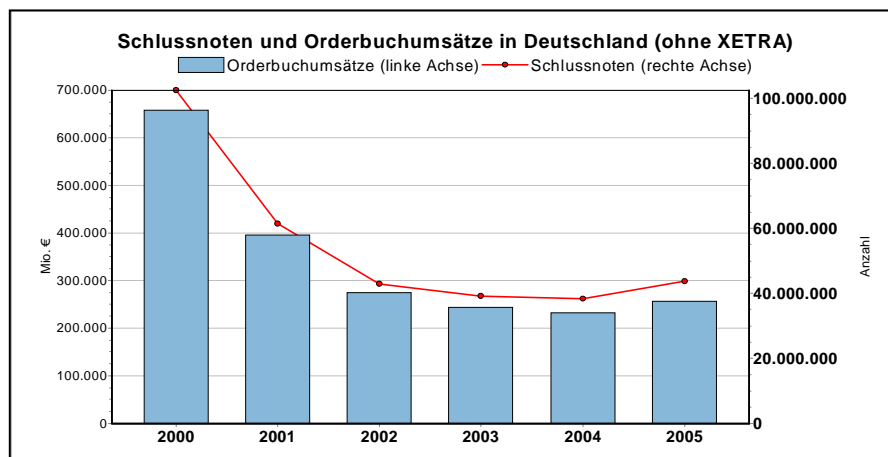


Abb. 1: Schlussnoten und Orderbuchumsätze in Deutschland (ohne XETRA®)

Quelle: Orderbuchstatistik der Deutsche Börse AG

Der Markt für verbriefte Derivate war in den letzten Jahren oftmals eine Insel des Wachstums in einer ansonsten unter der langjährigen Börsenkrise und dem verlorenem Anlegervertrauen leidenden Wettbewerbslandschaft. Insbesondere die derivativen Anlageprodukte zeigten ein recht stabiles und kräftiges Wachstum. Das abgelaufene Jahr 2005 hat jedoch verdeutlicht, dass Hebelprodukte in entsprechenden Marktphasen sehr stark nachgefragt sind und die Anleger auch hier die Chancen durch neu gestaltete Produkte ergriffen haben.

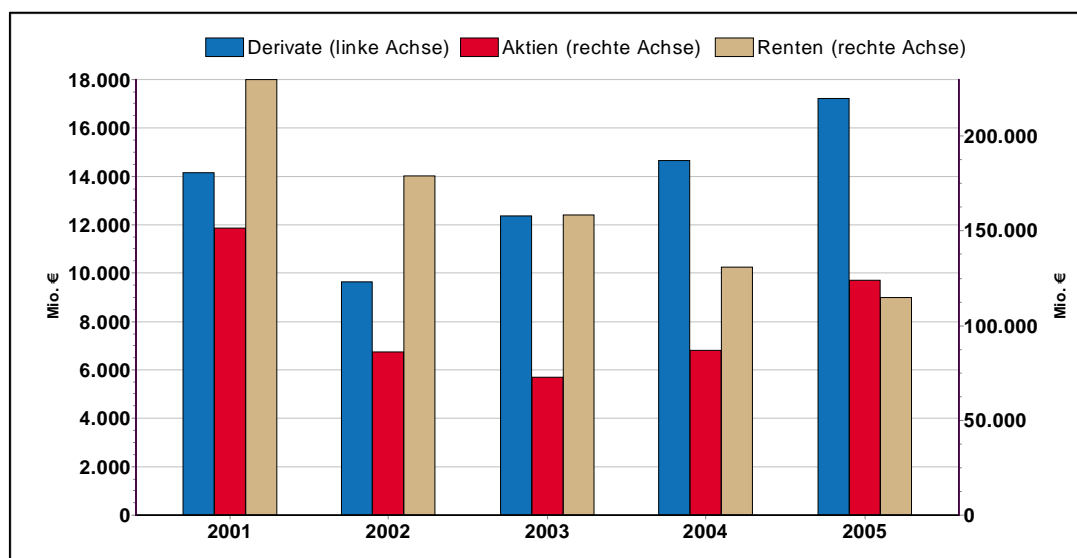


Abb. 2: Orderbuchumsätze nach Handelssegmenten (ohne XETRA®)

Quelle: Orderbuchstatistik der Deutsche Börse AG

Die in der Orderbuchstatistik der Deutsche Börse AG gemessenen Umsätze zeigten die erfolgte Belebung im börslichen Handel mit Aktien (+43 %) und verbrieften Derivaten (+17 %) klar auf. Eine tief ergehende Analyse dieser Daten für die Geschäftsentwicklung der EUWAX AG ist aufgrund der teilweise in den Aktienumsätzen dieser Statistik enthaltenen Transaktionen in Zertifikaten nicht möglich.

Zur Beurteilung der Entwicklung der für die EUWAX AG relevanten Orderbuchumsätze in Deutschland erfolgt daher eine Analyse der in den Skontren der Gesellschaft gemessenen Umsätze. In dieser Darstellung wird zwar der bearbeitete Markt nicht vollständig abgebildet, jedoch wird so eine Abbildung der den Handelsbereichen der EUWAX AG entsprechenden Entwicklung ermöglicht.

Der für die EUWAX AG dominante börsliche Handel mit **verbrieften Derivaten** entwickelte gemessen in den Skontren der Gesellschaft einen Umsatzzuwachs zum Jahr 2004 von 39 %. Neben dem kontinuierlichen Wachstum der derivativen Anlageprodukte (+ 54 % auf 31,9 Mrd. €) legten auf Basis des sehr guten 2. Halbjahres auch die derivativen Hebelprodukte zu (+21 % auf 24,0 Mrd. €). Nachdem die beiden derivativen Produktgruppen in 2004 volumenseitig noch gleichauf lagen, konnten die Anlageprodukte im Berichtsjahr ihren Markterfolg auch umsatzmäßig in eine führende Rolle gegenüber Hebelprodukten überleiten. Die Renaissance der Hebelprodukte im 2. Halbjahr 2005 unterstreicht jedoch das hohe Transaktionspotenzial der spekulativen Produkte, welches bei entsprechenden Marktphasen erschlossen werden kann.

Der Markt für verbrieftes Derivate konnte damit ein neuerliches Rekordjahr verzeichnen. Dabei profitierten die Produkte nicht nur von einem weiter verbesserten Börsenumfeld, sondern setzten sich erneut gegen konkurrierende Anlageformen durch. Auch die vom deutschen Derivate Forum vorgelegte Statistik zeigte ein Wachstum von 45 % für die Umsätze der gemessenen Emittenten an und bestätigte damit das von der EUWAX AG beobachtete Marktwachstum. Das mittlerweile von den Emittenten angebotene Produktspektrum ermöglicht die Umsetzung sämtlicher Anlagestrategien. Die hohe Nachfrage nach Produkten für alternative Investments zeigt auch die zunehmende Professionalisierung einer gut informierten, privaten Anlegerschicht auf. Ein großer Vorteil der Emittenten von verbrieften Derivaten ist die schnelle und kostengünstige Umsetzung von Anlagetrends an den globalen Kapitalmärkten.

Während der **Rentenmarkt** erwartungsgemäß das hohe Vorjahresniveau nicht halten konnte und sich in Bezug auf die Börsenumsätze in den Skontren der EUWAX AG um 11 % auf 104 Mrd. € rückläufig zeigte, konnten die in **Aktien** getätigten Umsätze in den Skontren der EUWAX AG an den deutschen Parkettbörsen eine deutliche Belebung vorzeigen. Die EUWAX AG hat zwar ausschließlich nationale Aktien in den Skontren, bildet hier aber den Markt fast vollständig ab. Die aufgezeigte Entwicklung ist also ein guter Indikator für die Aktivitäten von Privatanlegern insbesondere in den Aktien des DAX®, MDAX® und TecDAX®.

Nachdem bereits das 1. Halbjahr ein erfreuliches Aktivitätsniveau anzeigte, erhöhten sich die Orderbuchumsätze im 2. Halbjahr im Umfeld der anziehenden Kursnotierungen deutlich. Das Umsatzplus in Aktien von 30 % auf Jahresbasis ist einerseits erfreulich, darf andererseits aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Rückkehr der Privatanleger noch zaghaft verläuft. Der DAX®-Anstieg im Berichtsjahr ist nämlich vor allem auf die verstärkten Wertpapieraktivitäten institutioneller Anleger zurückzuführen.

Wettbewerb

Weiter intensiviert

Das Wettbewerbsumfeld für die EUWAX AG hat sich weiter intensiviert. Neben den anderen deutschen Skontroführern und der Deutsche Börse AG als traditionellen Konkurrenten der Gesellschaft verstärkt das Wachstum im Markt der verbrieften Derivate die Bemühungen weiterer in- und ausländischer Wertpapierdienstleister, an diesem attraktiven Markt zu partizipieren. Der Markteintritt der Anbieter für CFD`s (Contracts For Difference), welche mit einem Substitut für derivative Hebelprodukte an die Endkunden herantreten und der SWX (über den Kauf der Börse Bremen) verdeutlicht diese Tendenzen.

Trotz des zunehmenden Wettbewerbsdrucks verbesserte sich die Ertragslage der Branche in 2005 spürbar. Doch darf dies nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Ergebnisentwicklung bei vielen Wettbewerbern nach wie vor schwankungsanfällig ist. Während die Deutsche Börse AG durch ihr breit und global aufgestelltes operatives Geschäftsportfolio eine anhaltend solide und auf hohem Niveau verlaufende Gewinnentwicklung vorweisen konnte und vom globalen Boom der Derivate profitierte, waren viele der zentralen Wettbewerber in der Skontroführung weiterhin sehr abhängig von einer positiven Marktentwicklung.

Aufseiten der Skontroführung hat bereits in den Vorjahren insbesondere bei verbrieften Derivaten eine starke Konzentration stattgefunden. Die dominanten Skontroführer in Deutschland sind die Baader Wertpapierhandelsbank AG, die ICF AG und die EUWAX AG. Während die EUWAX AG nach der Übernahme der SWG Wertpapierhandels AG im Jahr 2002 eine organische Wachstumsstrategie verfolgte, trat die Firma Baader als treibende Kraft in der Konsolidierung der deutschen Maklerbranche auf. Mit der Zulassung im Marktsegment EUWAX (Regulated) am Jahresende 2005 hat sich der Wettbewerb für die EUWAX AG auch am Standort Stuttgart intensiviert.

Auf der Ebene der Börsenplätze zeigte sich sowohl in Europa als auch in den USA eine weitere Beschleunigung der Konsolidierung. Die gescheiterten Versuche der Deutsche Börse AG, die London Stock Exchange zu übernehmen, dürften nur ein neues Kapital aufgeschlagen haben und keineswegs das Ende der Ambitionen der führenden Börsenplätze sein. Der internationale Druck zu Kostensenkung, schnellere Orderausführung und umfassendem Produktspektrum nahm weiter zu. Entsprechende Zusammenschlüsse dürften letztlich nur noch eine Frage der Zeit sein. Die Ankündigung der US-Börse NYSE, in den europäischen Konsolidierungsprozess aktiv eingreifen zu wollen, unterstreicht dies.

Der Wettbewerb durch den außerbörslichen Handel intensiviert sich insbesondere bei verbrieften Derivaten. Ohnehin werden schon seit Jahren rund 70 % der Transaktionen außerbörslich gehandelt. Dieser hohe Anteil stellt jedoch auch zu erschließendes Potenzial für den börslichen Handel dar. Die neu geschaffene Möglichkeit außerbörslicher Limitorders ist nur eine Facette der gegenwärtigen Entwicklung. Gleichzeitig beseitigt auch der Handel an den Börsen zunehmend die vormaligen Wettbewerbsvorteile des Direkthandels. Der Finanzplatz Stuttgart und die EUWAX AG waren und sind treibende Kräfte der Weiterentwicklung des börslichen Wertpapierhandels in Deutschland und wollen ihre Innovationskraft im Zusammenspiel mit der sehr guten erreichten Marktstellung dazu nutzen, zu den Gewinnern der gegenwärtigen Umwälzungen in der Börsenlandschaft zu gehören. Die Einführung der Bond-Box für festverzinsliche Wertpapiere ist hierfür ein erfolgreiches Beispiel.

Die im Jahresverlauf aufgekommene Diskussion um eine Neuordnung der deutschen Börsenlandschaft basiert ebenfalls auf den veränderten Rahmenbedingungen und ist auch die Grundlage für Sondierungsgespräche über mögliche Börsenkooperationen. Der Finanzplatz Stuttgart will hierbei eine aktive Rolle übernehmen, wenn es darum geht, die künftige Börsenlandschaft in Deutschland durch Kooperationen weiter zu entwickeln.

Die Emittentenlandschaft präsentierte sich anhaltend innovativ. Die Produktpalette wurde laufend verbreitert und verfeinert. Der Markt dürfte dennoch insgesamt in einen zunehmenden Reifungsprozess eintreten. Die Emittenten unternehmen daher verstärkte Anstrengungen, das bestehende breite Produktangebot noch mehr in den Massenmarkt zu tragen. Der Wettbewerb hat sich hierbei auch unter den Emittenten intensiviert.

Marktstellung

Weiter gefestigte Positionierung

Die EUWAX AG als dominanter Skontroführer am Finanzplatz Stuttgart hat ihre gute Positionierung im abgelaufenen Jahr weiter festigen und selektiv ausbauen können. Die führende Position unter den deutschen Skontroführern wurde aus organischem Wachstum heraus weiter ausgebaut, wobei die Gesellschaft von der anhaltenden Dynamik im Kerngeschäft der verbrieften Derivate profitierte.

Der in den Skontren der EUWAX AG gemessene Marktanteil wurde im Handel mit derivativen **Anlageprodukten** merklich von 53 % in 2004 auf 63 % in 2005 ausgebaut. Damit wurde in diesem wichtigen Wachstumsmarkt die Marktführerschaft im börslichen Handel erlangt. Es ist der EUWAX AG somit gelungen, durch die Qualität ihrer Dienstleistungen den schon bei derivativen **Hebelprodukten** gezeigten Erfolg zu wiederholen. Bei Hebelprodukten musste zwar ein leichter Rückgang von 90 % auf 87 % hingenommen werden, jedoch stabilisierte sich der Marktanteil im Jahresverlauf.

Im **Aktienhandel** wurde die in 2004 erworbene gute Positionierung aufrecht erhalten. Der damit einhergehende Marktanteil von 24 % liegt nur leicht unter den 25 % aus dem Vorjahr. Der Finanzplatz Stuttgart trotzte somit erfolgreich dem im Sommer gestarteten neuen Marktmodell der Frankfurter Wertpapierbörse und behielt das Vertrauen der Anleger.

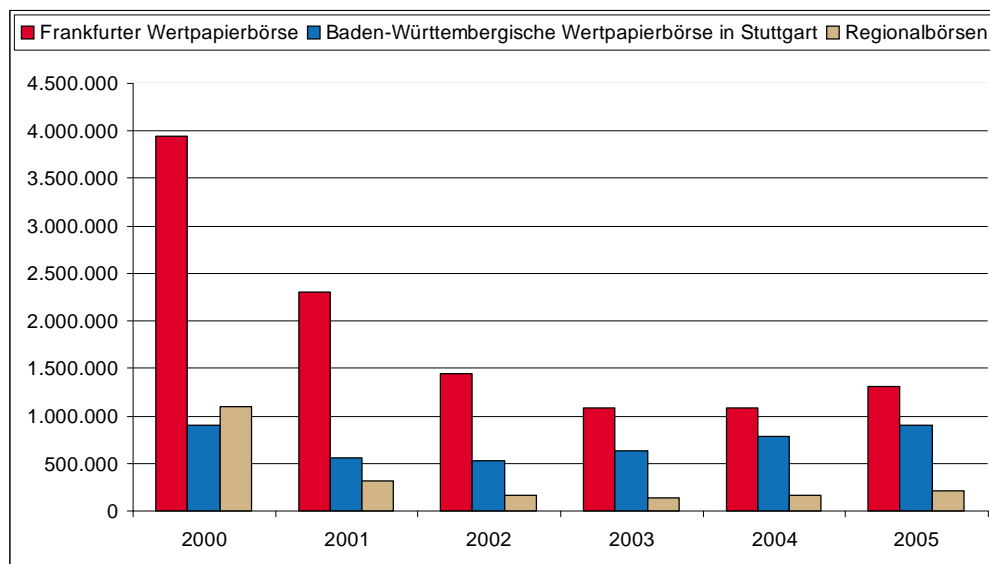


Abb.3: Orderaufkommen (Monatsdurchschnitt) an deutschen Parkettbörsen ohne Xetra ®

Quelle: Orderbuchstatistik der Deutsche Börse AG

Regionalbörsen: Berlin-Bremen, Düsseldorf, Hamburg, Hannover und München

Der **Rentenhandel** blieb eine weitere Erfolgsgeschichte der abgelaufenen Berichtsperiode. Der Marktanteil der EUWAX AG erhöhte sich deutlich von 18 % auf 25 %. Der Handel mit Unternehmensanleihen konnte hierbei eine führende Positionierung im börslichen Handel erreichen. Die EUWAX AG erntete die Früchte der Initiativen der Vorjahre, welche innovativ weiterentwickelt werden konnten. Zu nennen sind hier neben der bereits angeführten Bond Box auch die abgeschaffte Kurskorrekturzeit, welche eine noch schnellere Verfügbarkeit der Wertpapiere für den Anleger zur Folge hat. Die Großhandelspreise für über 400 festverzinsliche Wertpapiere im Handelssegment Bond-X waren früher institutionellen Anlegern vorbehalten.

Geschäftsverlauf

Vermögens-, Finanz- und Ertragslage

- § **Wachstum in der Skontroführung ermöglicht erneute Gewinnsteigerung**
- § **Jahresüberschuss: 16,7 Mio. € (+5 %), EBIT: 25,7 Mio. € (+6 %)**
- § **Marktführerschaft im Boommarkt der derivativen Anlageprodukte errungen**
- § **Stellung im intensivierten Wettbewerb behauptet**
- § **Anhaltende Generierung hoher Überrenditen**
- § **Eigenkapitalrendite nach Steuern bei 25 %**
- § **Solide Bilanzrelationen weiter gestärkt**

Erträge und Gewinn übertreffen Erwartungen

Die EUWAX AG bewegte sich im Jahr 2005 in einem insgesamt günstigen Marktumfeld. Das zu Beginn des Jahres in den Erwartungen des Vorstands der Gesellschaft gezeichnete Szenario stellte sich in der 2. Jahreshälfte als zu konservativ heraus. Die Gesellschaft profitierte anhaltend von Ihrer guten Marktstellung als Dienstleister für die Wertpapiertransaktionen von Privatanlegern. Der Handel mit verbrieften Derivaten als Schwerpunkt der operativen Geschäftstätigkeit der EUWAX AG war die Basis der erneuten Steigerung des Jahresüberschusses auf 16,7 Mio. € (+5 % zu 2004). Der Gesellschaft gelang es damit, die unter Druck stehenden Margen innerhalb der Branche durch organisches Wachstum zu kompensieren.

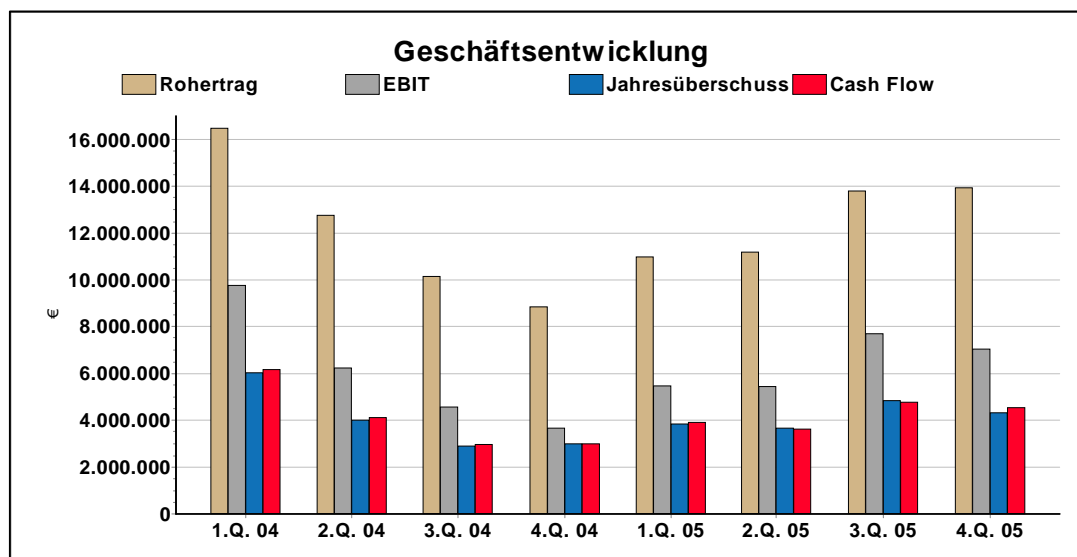


Abb. 4: Geschäftsentwicklung auf Quartalsbasis

In den beiden ersten Quartalen des Jahres war noch eine abwartende Seitwärtsbewegung an den Börsen zu verzeichnen. Mit den Sommermonaten belebte sich die Transaktionstätigkeit der Anleger zunehmend. Die EUWAX AG profitierte durch ihre marktführende Stellung von den anhaltenden Zuwächsen derivativer Anlageprodukte und der Renaissance der derivativen Hebelprodukte im 2. Halbjahr. Der rasante Kursaufschwung des DAX® ermutigte zahlreiche Anleger nach Jahren der Abstinenz zur Rückkehr an die Börse. Die hohe Qualität der Dienstleistungen der EUWAX AG ließ die Gesellschaft in vollem Maße von den günstigen Rahmenbedingungen im abgelaufenen Geschäftsjahr profitieren. Die Steigerung der Orderbuchumsätze um 32 % auf die neue Höchstmarke von 77,4 Mrd. € dokumentiert die erhöhten Transaktionen ebenso wie die um 11 % auf 7,2 Mio. Stück erhöhte Anzahl der Schlussnoten.

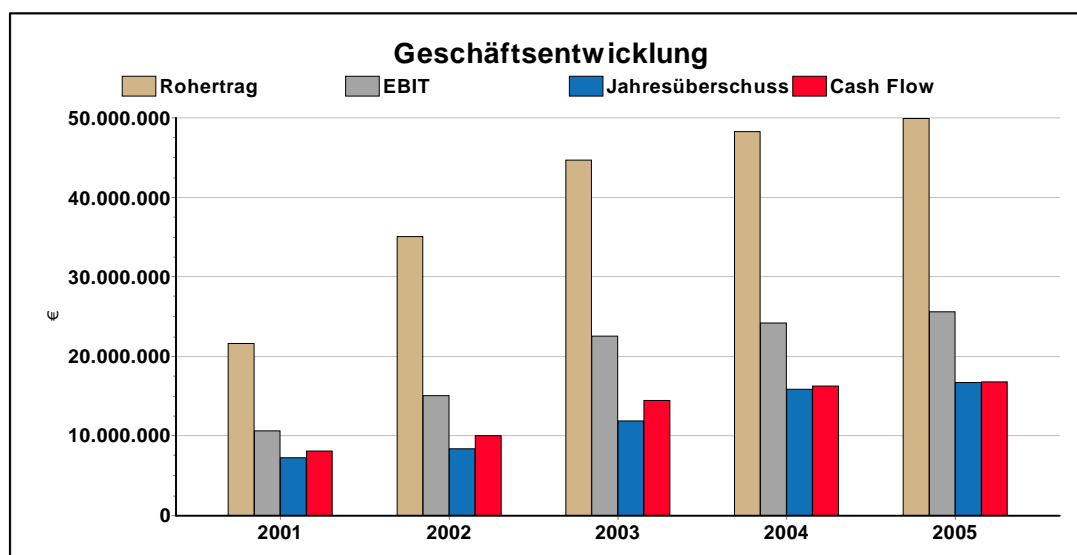


Abb. 5: Geschäftsentwicklung auf Jahresbasis

Das Ergebnis je Aktie (nach DVFA) verbesserte sich um 5 % auf 3,28 €. Die nur leicht gestiegenen Aufwendungen (+1 %) waren im Zusammenspiel mit der günstigen Entwicklung des Rohertrags (+3 %) die Grundlagen des anhaltenden Gewinnwachstums. Das Segment Eigenhandel konnte nach den vorangegangenen Verlustjahren positiv zum Ergebnis beitragen.

Verglichen mit der ursprünglichen Jahresplanung übertrafen die Ertrags- und Gewinngrößen die Erwartungen. Der Rohertrag als Maßstab für den operativen Erfolg in der Skontroführung lag um 4 % über Plan und profitierte von einem sehr guten Provisionsergebnis. Die sonstigen Erträge von 3,0 Mio. € waren zu einem großen Teil bedingt durch erbrachte Programmierleistungen. Die Zuschreibung auf die T.I.Q.S. GmbH & Co. KG war ebenfalls am hohen Niveau der sonstigen Erträge beteiligt. Die Aufwendungen bewegten sich dagegen im Bereich der angesetzten Planzahlen.

Das Geschäftsmodell der EUWAX AG hat sich damit anhaltend als solide erwiesen und zeigte nicht nur in günstigen Marktphasen eine beständige Ertragskraft. Die niedrige Ergebnisvolatilität beschreibt die vergleichsweise hohe Konstanz der operativen Entwicklung der Gesellschaft. Auch in moderaten Marktphasen, wie den ersten beiden Quartalen im Jahr 2005, gelang es der EUWAX AG, sich ergebnisseitig deutlich von ihren Wettbewerbern abzusetzen. Der trotz nach oben begrenzter Courtagen sehr hohe Anteil der Provisionen am Ergebnis aus Skontroführung spiegelt dabei die fairen Handelspraktiken und das niedrige Marktpreisrisiko wider.

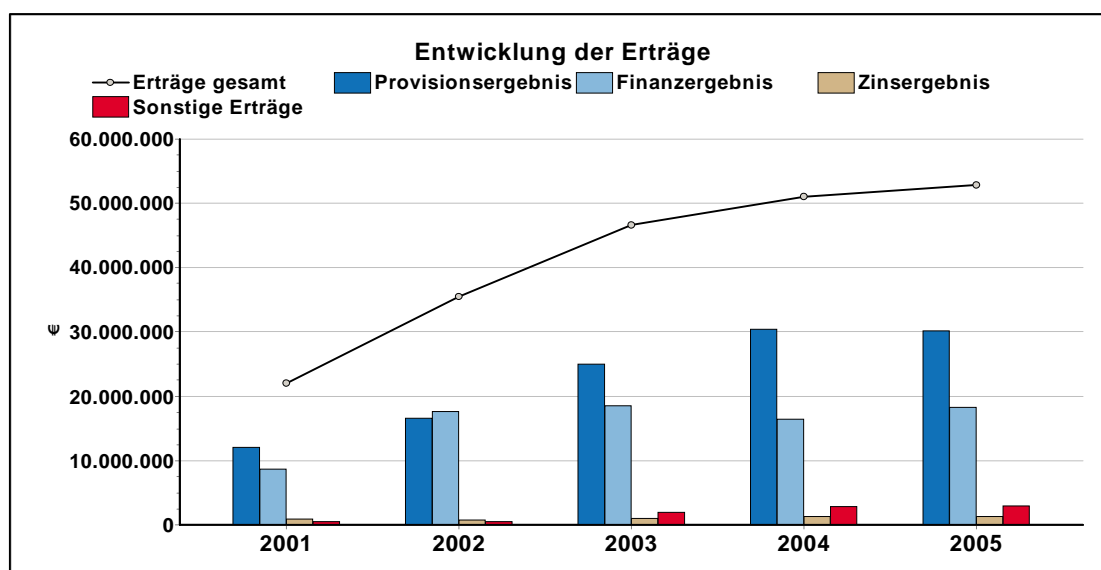


Abb. 5: Entwicklung der Erträge

Im Vergleich zum Vorjahr konnte eine gleichmäßigere unterjährige Ergebnisentwicklung verzeichnet werden. Bereits im 1. Halbjahr lag die operative Entwicklung auf solidem Niveau und im Rahmen der Planung. Die anziehende Transaktionstätigkeit der Anleger in der 2. Jahreshälfte vollzog sich in Korrelation zu den steigenden Indizes.

Das EBIT der EUWAX AG erhöhte sich zum Vorjahr um 6 % auf 25,7 Mio. € und unterstreicht nochmals die Stärke des Geschäftsmodells. Der Einbruch durch den Courtagcap im 4. Quartal 2004 war rückblickend nur von temporärer Natur. Zum schwachen 4. Quartal des Vorjahres verbesserte sich das EBIT erheblich um 93 %. Grundlage dieser erfreulichen Entwicklung war nicht nur das günstige Marktumfeld, sondern auch die Einführung des Courtagcaps, welcher im Zusammenspiel mit der hohen Dienstleistungsqualität der EUWAX AG die erhofften Umsatzzuwächse generierte und damit eine weitere Verbesserung der Marktstellung ermöglichte.

Die Strategie, das eigene Geschäftsmodell im Interesse aller Kundengruppen der EUWAX AG weiterzuentwickeln, zeigte somit anhaltend Erfolg. Die Aktivitäten des Wettbewerbs und hierbei insbesondere des Börsenplatzes Frankfurt hatten erneut keine negativen Auswirkungen auf das Kerngeschäft der Gesellschaft. Es ist der Gesellschaft stattdessen sogar gelungen, die im 4. Quartal 2004 errungene Marktführerschaft im Handel mit derivativen Anlageprodukten nicht nur zu verteidigen, sondern weiter auszubauen. Auch wenn sich das recht konstante und hohe Marktwachstum dieser Produktklasse mittelfristig abschwächen dürfte, hat die EUWAX AG sich hier nachhaltig in einem zentralen Zukunftsmarkt des börslichen Wertpapierhandels positioniert.

Aufwendungen nur leicht erhöht

Die insgesamt moderate Entwicklung der Aufwendungen (+1 % auf 24,9 Mio. €) basiert auf den zum Vorjahr um 14 % auf 10,4 Mio. € rückläufigen Personalaufwendungen. Die fixen Verwaltungsaufwendungen konnten dieser Entwicklung nicht folgen und erhöhten sich um 14 % auf 7,7 Mio. €. Dieser Anstieg wurde hierbei in erster Linie durch die teilweise projektbezogenen EDV-Kosten und Aufwendungen für Börseninformationsdienste verursacht. Die erhöhten Anforderungen an das Marktmodell und die zukünftige Wettbewerbsfähigkeit haben bereits im Berichtszeitraum ihre Spuren hinterlassen und spiegeln sich entsprechend in der Entwicklung der fixen Verwaltungsaufwendungen wider. Der Anteil der fixen Verwaltungsaufwendungen am Gesamtaufwand erhöhte sich entsprechend von 27 % auf 31 %. Die EUWAX AG steht vor der zukünftigen Herausforderung, trotz der Erfüllung der steigenden IT-Anforderungen die Aufwendungen auf einem moderaten und gegenüber dem Wettbewerb konkurrenzfähigen Niveau zu halten.

Die variablen Verwaltungsaufwendungen erhöhten sich ebenfalls. Korrelierend zu den deutlich gewachsenen Handelsvolumina musste ein Anstieg um 7 % auf 5,7 Mio. € verbucht werden.

Auf der Seite der Abschreibungen ist die Wertberichtigung im Beteiligungsportfolio auf die Tradejet AG in Höhe von 770 T€ anzuführen. Die saldierten Abschreibungen waren erneut rückläufig (-82%). Damit konnte der niedrigste Saldo aus Ab- und Zuschreibungen seit dem Jahr 1999 ausgewiesen werden.

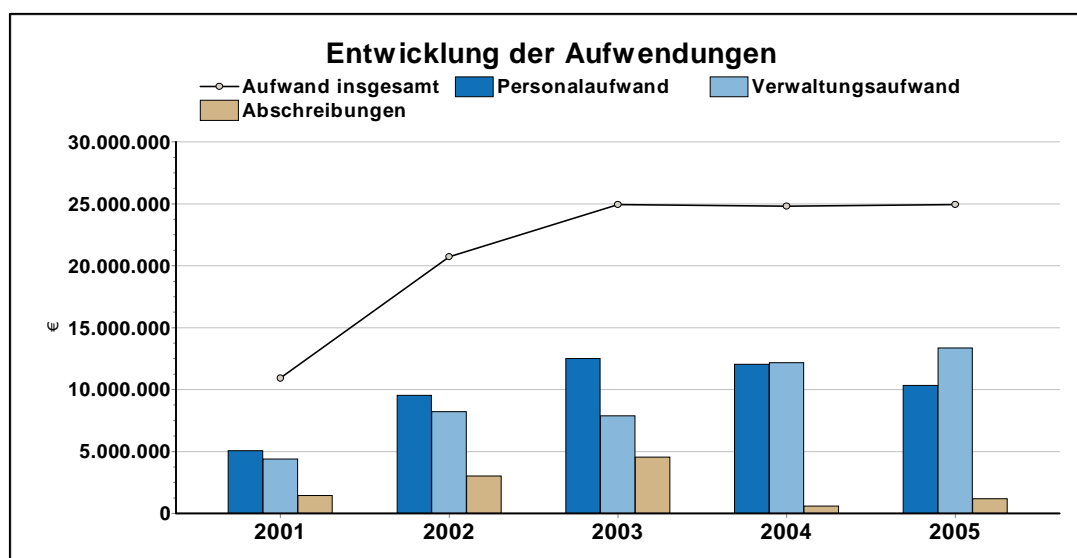


Abb. 6: Entwicklung der Aufwendungen

Anhaltend sehr gute Vermögens- und Finanzlage

Die Bilanzsumme der EUWAX AG erhöhte sich im Jahr 2005 um 11 % auf 81,1 Mio. €. Auf der Aktivseite erfolgte ein Anstieg des Umlaufvermögens um 11 % auf 75,7 Mio. €. Maßgeblich hierfür war der starke Ausbau der täglich fälligen Forderungen auf 30,0 Mio. € (+128 %). Das Working Capital wurde im Berichtszeitraum durch den Verkauf von Wertpapieren vermindert (-19 %). Im Anlagevermögen erfolgten die in der Summe weitgehend neutralen Wertberichtigungen auf die Tradejet AG (-770 T€) und die T.I.Q.S. GmbH & Co. KG (+720 T€).

Der Net Cash inklusive Termingeldern erreichte mit der Steigerung um 12,8 Mio. € auf 64,9 Mio. € einen Rekordwert. Die extreme Flexibilität der Bilanz wird durch die Cash-Quote von 80 % und die Umlaufintensität von 93 % unterstrichen.

Die hohen liquiden Mittel werden vor allem für das anhaltend dynamische Wachstum im Kerngeschäft der Skontroföhrung benötigt. Zum einen fordern die konservative Risikopolitik und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht eine angemessene Ausstattung der EUWAX AG mit liquiden Mitteln. Zum Anderen braucht die Gesellschaft hohe liquide Reserven für die Liquiditätsspende in bestimmten Handelskonstellationen. Diese ist unverzichtbar für die Aufrechterhaltung der sehr guten Handelsqualität, die die wichtigste Grundlage für den Erfolg der Gesellschaft ist.

Des Weiteren will sich die EUWAX AG durch eine gesunde Ausstattung mit Finanzmitteln attraktive strategische Optionen bewahren.

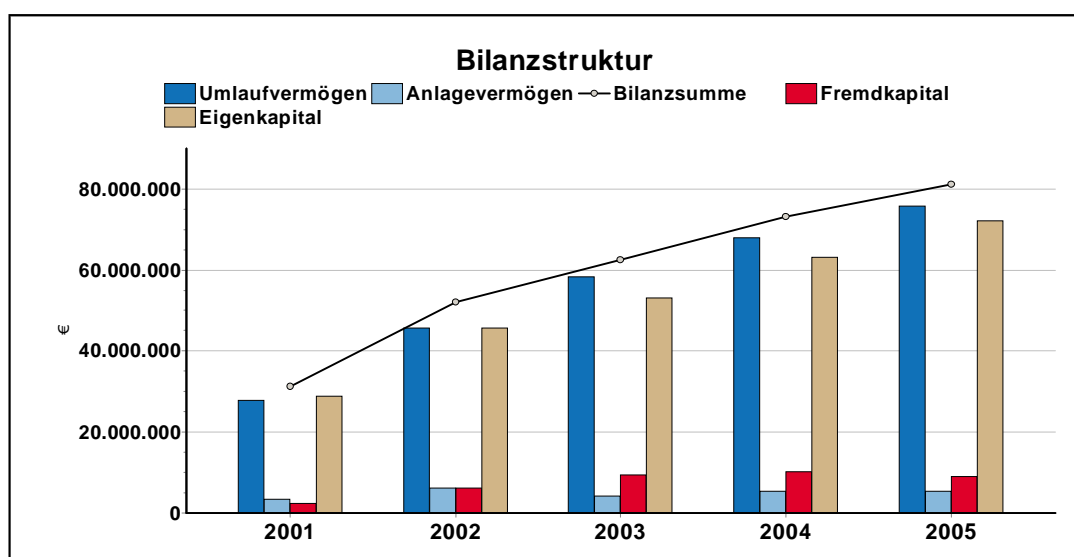


Abb. 7: Bilanzstruktur

Die Bilanz zeigte sich somit anhaltend hoch liquide bei einer Eigenkapitalquote von 89 %. Das Eigenkapital verbesserte sich in Korrelation zur operativen Entwicklung um 14 % auf 72,2 Mio. € Zinstragende Passiva bestanden wie in den Vorjahren nicht. Die Fremdkapitalposition verminderte sich um 12 % auf 8,9 Mio. €. Dieser Rückgang resultiert aus einer Verminderung der Steuerrückstellungen und der sonstigen Rückstellungen.

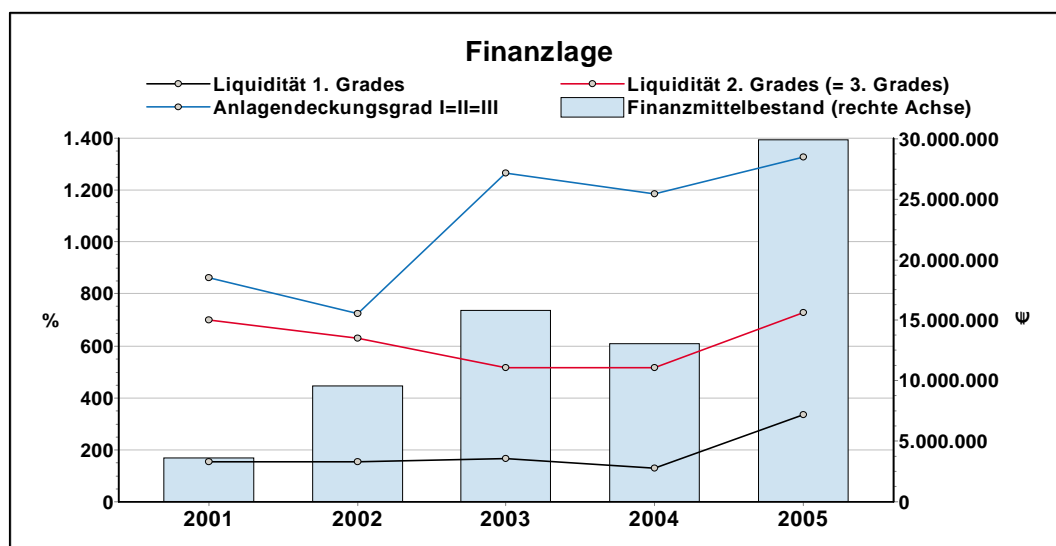


Abb. 8: Finanzlage

Die Kennzahlen zur Liquidität zeigten sich aufgrund des Aufbaus der entsprechenden Positionen verbessert. Die Liquidität 1. Grades von 335 %, 3. Grades 727 % und für den Anlagendeckungsgrad von 1.326 % zeugen nicht nur in ihrer absoluten Ausprägung, sondern auch relativ zum Wettbewerb von sehr soliden Bilanzrelationen.

Anhaltend hohe Innenfinanzierungskraft

Der Jahres-Cashflow der EUWAX AG folgte dem gesteigerten Jahresüberschuss und verbesserte sich um 2 % auf 16,6 Mio. €. Markanter gestaltete sich die Veränderung in den anderen Cashflow Größen. Der deutliche Abbau des Working Capitals um 9,7 Mio. € auf 41,5 Mio. € hatte entsprechende Auswirkungen auf die Bilanzrelationen und den Cashflow. In Kombination mit der guten operativen Entwicklung bedingte dies einen sprunghaften Anstieg des operativen Cashflow um 437% auf 24,5 Mio. € und des Free-Cashflow um 686% auf 24,5 Mio. €. Die Innenfinanzierungskraft der Gesellschaft verbleibt damit auf sehr hohem Niveau und ist eine gute Ausgangsbasis um die Herausforderungen der Zukunft meistern zu können.

Die Auszahlungen für Investitionen in das Anlagevermögen beinhalten:

- T€43 für immaterielle Vermögensgegenstände, insbesondere für Software
- T€46 für die Neuanschaffung von Sachanlagen (siehe Textziffer 10).

Die Herkunft und Verwendung der Zahlungsmittel der Gesellschaft sind im Anhang für das Geschäftsjahr 2005 unter Textziffer 28 ausführlich dargestellt.

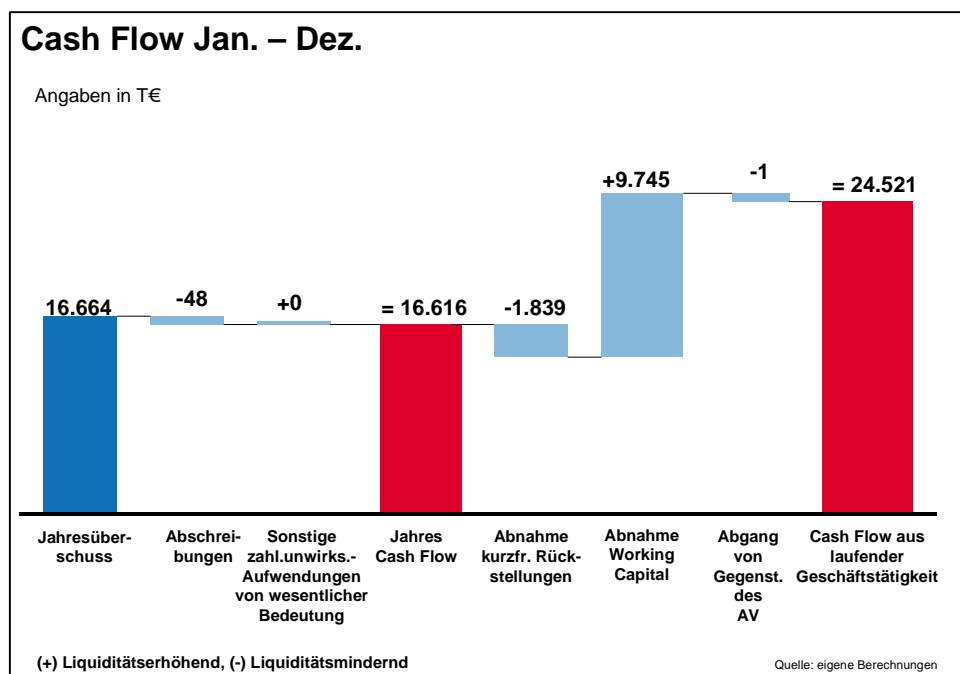


Abb. 9: Cashflow

Eigenkapitalverzinsung konstant hoch

Die Eigenkapitalrendite nach Steuern übertraf wie im Vorjahr die interne Benchmark von 20 %. Das hohe Niveau der EK-Rentabilität konnte damit trotz der gestiegenen Eigenkapitalbasis gehalten werden. Die EK-Rendite vor Steuern lag bei 41 % und die EK-Rendite nach Steuern bei 25 %.

Auch der Unternehmenswert konnte im vergangenen Jahr erneut deutlich gesteigert werden. Der EVA® erhöhte sich um 8,2 Mio. €, dies führte zu einem kumulierten EVA seit IPO von 35,5 Mio. €. Die EUWAX AG konnte damit auch in 2005 der hohen Eigenkapitalbasis und den damit verbundenen hohen Kapitalkosten trotzen und anhaltend Mehrwert für ihre Aktionäre generieren.

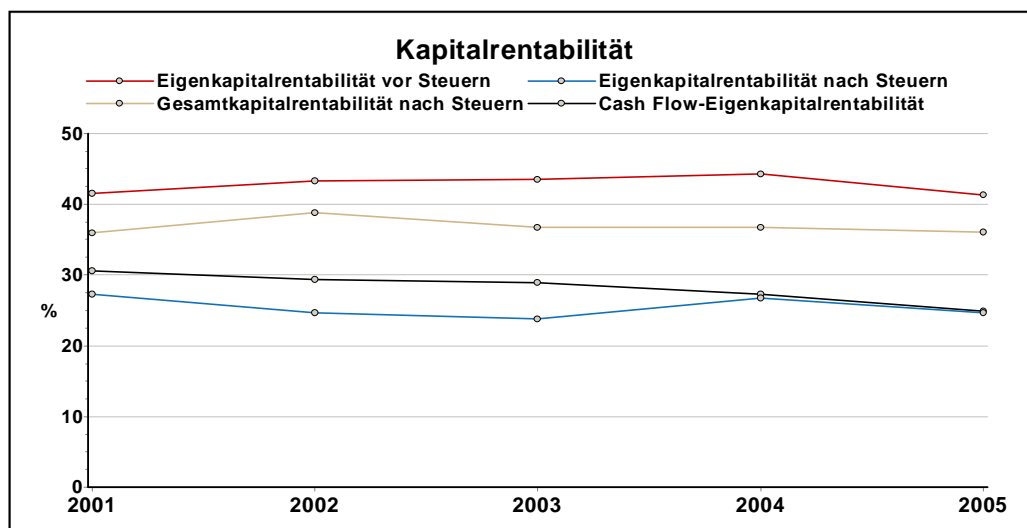


Abb. 10: Kapitalrentabilität

Das Ertragswachstum war in 2005 die Basis für die Etablierung vieler Kennzahlen auf hohem Niveau:

- Weiterer leichter Anstieg der Rohertragsrendite auf 56 %
- Gutes 2. Halbjahr ermöglicht annualisierte EBIT-Marge von 51 %.
- Der Rückgang der gesamten Cost-Income-Ratio auf 47 % und der operativen CIR auf 46 %
- Weiterer Rückgang der Personalintensität bei anhaltendem Anstieg der Verwaltungsintensität
- Fixkostenintensität bei 26 % beinahe konstant

Geschäftsverlauf nach Segmenten

Die Geschäftsfelder der EUWAX AG gliedern sich in folgende Segmente:

- § Skontroführung und Vermittlungsgeschäft (mit den Sparten Derivate-, Aktien- und Rentenhandel)
- § Eigenhandel, Beteiligungen und Venture Capital
- § Corporate Items

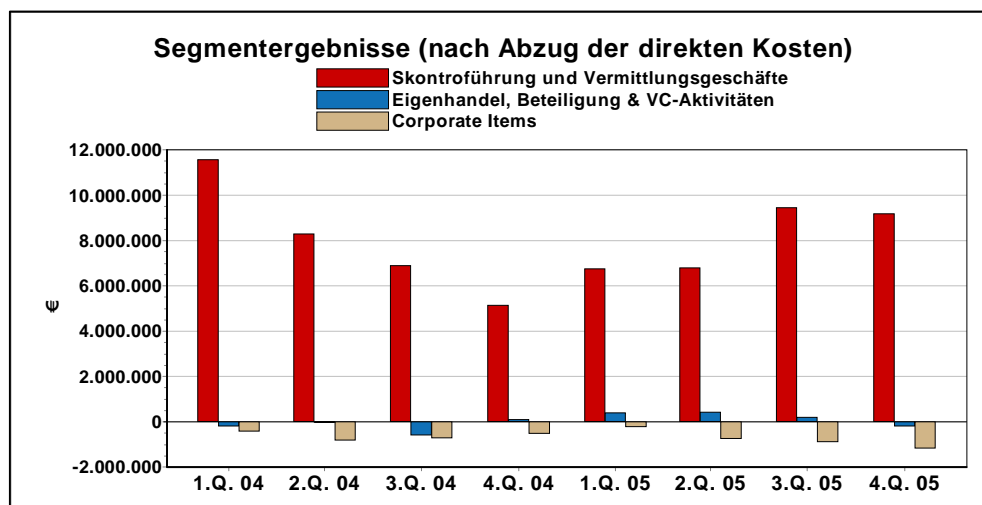


Abb. 13: Segmentenergebnisse (nach Abzug der direkten Kosten)

Skontroführung und Vermittlungsgeschäft

- § Erträge trotz Courtagecap auf Vorjahresniveau
- § Erholung der Courtage je Schlussnote in 2005
- § Provisionsergebnis: 30,2 Mio. €-1 %
- § Finanzergebnis: 18,0 Mio. €+5 %
- § Direktes Segmentergebnis: 32,1 Mio. €+1 %
- § Umsatz: 77,4 Mrd. €+32 %
- § Schlussnoten: 7,2 Mio. Stück +11 %
- § Marktstellung verteidigt bzw. ausgebaut

Die Skontroführung ist weiterhin das Herzstück der EUWAX AG. Das Skontro stellt ein - mittlerweile elektronisches - Orderbuch eines Wertpapiermaklers an einer Präsenzbörse dar. Die Aufgabe der EUWAX AG als Maklergesellschaft besteht darin, Angebot und Nachfrage auf Basis der Orderlage in Einklang zu bringen und den marktgerechten Preis festzustellen.

Die in der Skontroführung generierten Erträge setzen sich aus den für jede Schlussnote anfallenden Courtagen und Kursdifferenzen aus Aufgabengeschäften zusammen. Die im Saldo bei der EUWAX positiven Kursdifferenzen resultieren aus der Auflösung im Handelsverlauf eingegangener eigener Positionen. Der Anteil der Provisionen an den Gesamterträgen beläuft sich auf rund zwei Drittel und unterstreicht damit die faire und anlegerfreundliche Preisfeststellung durch die EUWAX.

Hohes Ertragsniveau gehalten

Das direkte Ergebnis des Segments Skontroführung und Vermittlungsgeschäft zeigte sich nach Abzug des direkt zurechenbaren Aufwands zum Vorjahr nahezu unverändert bei 32,1 Mio. €. Die Erträge des Segments betragen wie im Vorjahr 49,0 Mio. €. Zieht man das Ausnahmekartal zu Beginn 2004 und den im 4. Quartal 2004 eingeführten Courtagecap mit in die Betrachtung ein, wird die gute operative Entwicklung in der Berichtsperiode verdeutlicht. Das Provisionsergebnis war mit 30,2 Mio. € nur marginal (-1 %) unter 2004. Getragen von deutlich gestiegenen Umsätzen, verbesserten sich die Provisionen insbesondere im 2. Halbjahr. Nachdem das Provisionsergebnis im 1. Quartal noch 32 % unter Vorjahr lag, wurde im Abschlussquartal ein Zuwachs von 52 % zum Jahr 2004 verzeichnet. Das gute Abschlussquartal war der erste Berichtszeitraum, für den ein Abgleich zum Vorjahr unter den Bedingungen des Courtagecaps möglich war.

Das Provisionsergebnis hat mit den vorgelegten Zahlen seinen hohen Anteil an den Gesamterträgen der Skontroführung von 62 % aufrecht erhalten. Die EUWAX AG stellte mit diesem Erfolg weiterhin die anlegerfreundliche Ausgestaltung der verwendeten Marktmodelle unter Beweis. Durch den hohen Provisionsanteil der Erträge vermindert sich nicht nur das damit verbundene Risiko sondern auch die Ergebnisvolatilität. Die EUWAX AG zeigt damit im Wettbewerbsvergleich eine bedeutend höhere Unabhängigkeit gegenüber dem Finanzergebnis. Der Courtagecap konnte somit nur kurzzeitig das Provisionsergebnis unter Druck bringen.

Der unterjährige Verlauf des Finanzergebnisses zeigte eine ähnliche Entwicklung wie der des Provisionsergebnisses. Das beste Quartal im Finanzergebnis war jedoch, bedingt durch die anziehenden Volatilitäten, im Berichtszeitraum von Juli bis September zu verzeichnen. Auf Gesamtjahresebene hat

sich das Finanzergebnis um 5 % auf 18,0 Mio. € verbessert. Ermöglicht wurde die positive Entwicklung ebenfalls durch das gute 2. Halbjahr, welches im Vorjahr eine schwache Vergleichsbasis fand.

Der intensive Wettbewerb im Bereich der Skontroführung und hierbei insbesondere bei verbrieften Derivaten findet damit bereits heute seinen Niederschlag in der Ausgestaltung des Geschäftsmodells der EUWAX AG und in den entsprechenden Relationen der Erträge. Die Gesellschaft ist davon überzeugt, auch zukünftig in einem fairen Interessenausgleich von Emittenten, Anleger und Börsenplatz die Basis für eine anhaltend gute Marktstellung zu setzen.

Neuer Umsatz- und Schlussnotenrekord

Getragen von Zuwächsen in allen Handelsbereichen erhöhten sich die Orderbuchumsätze der EUWAX AG um 32 % auf den neuen Rekordwert von 77,4 Mrd. €. Insbesondere derivative Anlageprodukte waren erneut die Haupttreiber der positiven Entwicklung. Die Umsatzsteigerungen basierten auf den um 11 % erhöhten Schlussnoten und den deutlich erhöhten Umsätzen je Schlussnote (+19 % auf 10,8 T€). Die Entwicklung dokumentiert das partiell zurückgekehrte Vertrauen der Privatanleger in den Aktienmarkt und die zunehmende Verbreitung verbrieft Derivate.

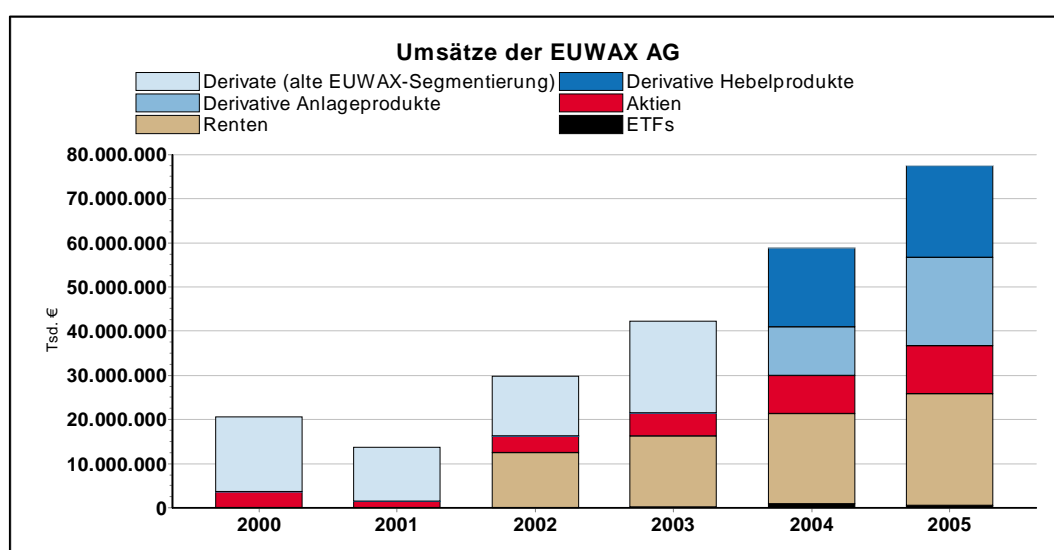


Abb. 13: Umsätze der EUWAX AG nach Handelsbereichen

Gute Marktstellung verteidigt und ausgebaut

Die anhaltend gute Positionierung in der Wettbewerbslandschaft wurde auch 2005 beibehalten und in den wichtigen Bereichen der derivativen Anlageprodukte und des Rentenhandels nochmals deutlich ausgebaut. Die EUWAX AG konnte sich damit durch die Qualität ihrer Dienstleistungen und die hohe bestehende Liquidität in den Orderbüchern vom Wettbewerb differenzieren. Nicht nur für die gute Entwicklung in der abgelaufenen Berichtssaison sondern auch für eine erfolgreiche zukünftige operative Entwicklung war der Ausbau der Marktanteile und die Übernahme der Marktführerschaft bei Anlageprodukten von hoher Bedeutung.

Der anhaltende Erfolg in der Anlegergunst basiert auf der Gesamtheit der Qualität und Ausgestaltung der Dienstleistungen der EUWAX AG und den zusammen mit der Börse Stuttgart entwickelten Marktmodellen:

- § Große Produktvielfalt: 75.949 Skontren
- § Courtagecap von 12 € für verbrieft Derivate und Aktien
- § Schnelle Orderausführung
- § Hohe Liquidität

- § 25 % der Orders besser ausgeführt als Emittentenquote
- § Bond-X mit „Großhandelspreisen“
- § Bis 17:30 Uhr spreadloser Handel in Aktien des DAX®

Derivatehandel mit viel Schwung

Der Handel mit verbrieften Derivaten war auch im Jahr 2005 das prägende Element der Ertragsentwicklung der EUWAX AG. Zwar zeigten auch die anderen Bereiche der Skontroführung eine deutliche Verbesserung zum Vorjahr an, was jedoch die Dominanz des Derivatehandels für die Ergebnisentwicklung nicht brechen konnte.

Als einziger Bereich der Skontroführung musste der Derivatehandel jedoch einen Rückgang der Erträge hinnehmen. Die begrenzenden Effekte aus dem Courtagcap und der konsequenten Anwendung anlegerfreundlicher Marktmodelle konnten durch die erhöhten Volumina in Orderbuchumsätzen und Schlussnoten nicht vollständig kompensiert werden. Dennoch hatte die für den Gesamtbereich der Skontroführung aufgezeigte gute Entwicklung in der 2. Jahreshälfte ihren Ursprung im Handel mit verbrieften Derivaten.

Das hoch kompetitive Wettbewerbsumfeld äußerte sich auch im temporären Verlust der neuen Skontren für derivative Anlageprodukte der Deutsche Bank AG und dem Markteintritt der Firma Baader Wertpapierhandelsbank AG in das Marktsegment EUWAX. Diesen Herausforderungen zum Trotz hat der Derivatehandel der EUWAX AG erneut den Grundstein für ein anhaltendes Gewinnwachstum der Gesellschaft gelegt.

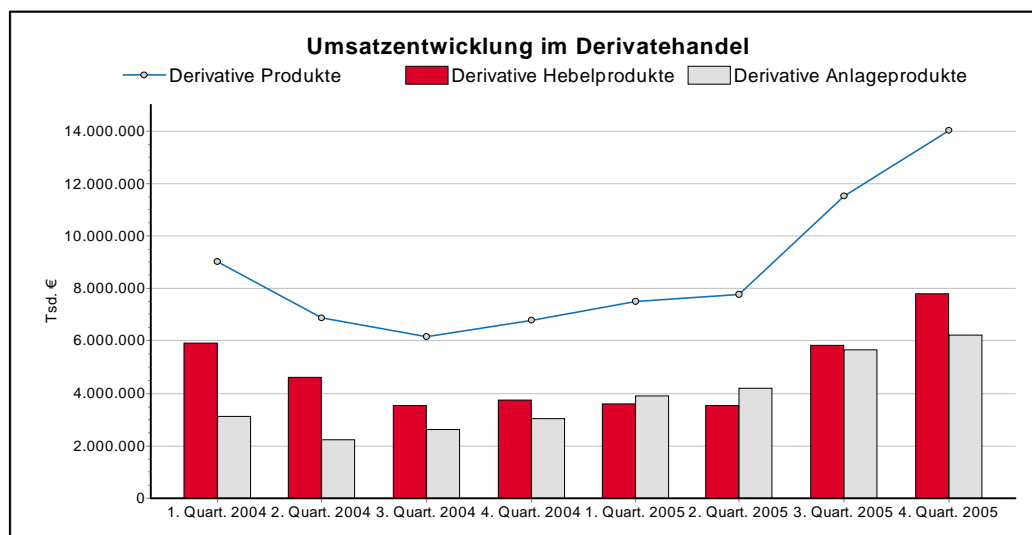


Abb. 14: Umsatzentwicklung im Derivatehandel

Die Schlussnoten im Handel mit verbrieften Derivaten verbesserten sich zu 2004 um 10 % auf die neue Rekordmarke von 5,4 Mio. Stück. Die Umsätze erhöhten sich noch deutlicher um 41 % auf 40,8 Mrd. €. Damit stiegen die Umsätze je Schlussnote um 28 % auf 7,5 T€ und ermöglichten die unterjährige Erholung der entsprechenden Provisionsergebnisse. Im Abschlussquartal erreichten die Umsätze je Schlussnote mit 9,2 T€ nicht nur den höchsten Wert in der Geschichte der EUWAX AG, sondern zeigten mit einem Wachstum von 61 % zum Vorjahresquartal auch eine hohe Dynamik.

Das vom Deutschen Derivate Forum geschätzte Marktwachstum verbrieft Derivate in Deutschland betrug 45 %. Dies zeigt, dass die EUWAX AG mit dem vorgelegten Zahlenwerk voll am Marktwachstum partizipieren konnte und die Rolle des börslichen Handels dieser Produktklasse im Jahr 2005 nicht geschwächt wurde. Im Wettbewerb der Börsenplätze konnte die Gesellschaft ihre Marktstellung wie dargestellt weiter verbessern. Die nun auch im Handel mit derivativen Anlageprodukten erlangte

Marktführerschaft war nicht nur Basis der guten Entwicklung in 2005, sondern sorgt auch für eine günstige Positionierung aus strategischer Sicht.

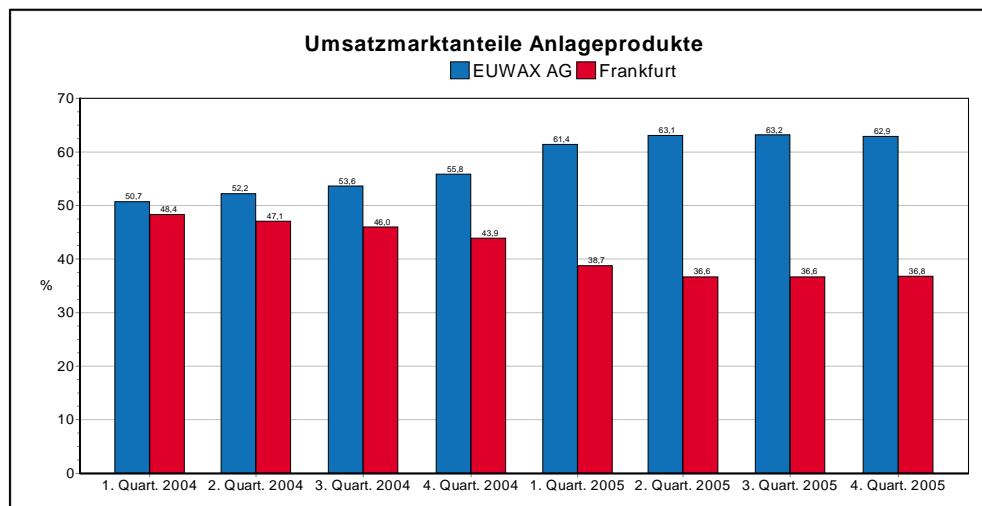


Abb. 15: Umsatzmarktanteile derivative Anlageprodukte

Die anhaltend hohe Innovationskraft der Emittenten äußerte sich auch in 2005 in einer zeitnahen Umsetzung von Anlagetrends in neue Produkte. Insbesondere die Anlageprodukte standen treibend hinter der fortschreitenden Ausweitung des Produktangebots. Die Konstruktion neuer Produkte ermöglichte es den Anlegern, Anlagestrategien noch gezielter und differenzierter umzusetzen. Die gestiegene Bedeutung der derivativen Anlageprodukte spiegelt somit die steigende Akzeptanz dieser Produktgattung wieder. Die neu eröffneten Investmentmöglichkeiten werden beispielsweise durch Produkte mit Risikopuffern bei gleichzeitig hoher Partizipation an Kursgewinnen des Basiswerts verdeutlicht.

Die Anzahl der Skontren in verbrieften Derivaten erhöhte sich um 49 % auf 72.078 und bei den Anlageprodukten sogar um 79 %.

Die Umsätze in derivativen Anlageprodukten stiegen um 82 % auf 20,0 Mrd. € und erreichten damit das Niveau der derivativen Hebelprodukte. Die EUWAX AG hat damit die anvisierte Diversifikation innerhalb des Derivatehandels vollzogen und verfügt nun über zwei gleichwertige, hoch rentable Ertragsäulen im Kerngeschäft.

Die unterjährige Entwicklung der Hebelprodukte unterliegt jedoch aufgrund ihrer hohen Korrelation zur Volatilität an den Märkten einer erheblichen Schwankung. Die für Hebelprodukte sehr unterschiedliche Umsatzentwicklung in 2005 unterstreicht dies. Die von der EUWAX AG gehandelten entsprechenden Produkte übertrafen im 2. Halbjahr mit 13,6 Mrd. € den Wert der ersten sechs Monate um 91 %.

Aktienhandel im Zeichen des DAX® Aufschwungs

Der Aktienhandel profitierte bei einer behaupteten Marktposition von den hohen Kursgewinnen der Börsen. Der belebte IPO-Markt und die starke Performance des DAX® begünstigte den Orderfluss im Aktienhandel der EUWAX AG. Die Orderbuchumsätze in den betreuten Aktienskontren erhöhten sich um 25 % auf 10,8 Mrd. €. Die Schlussnoten verbesserten sich um 14 % auf 1,4 Mio. Stück. Den Ertragsrückgängen aus dem 2004 eingeführten Courtagecap traten wie im Derivatehandel die erhofften positiven Effekte durch eine Erhöhung der Umsätze je Schlussnote kompensatorisch entgegen.

Durch die Innovationen der Vorjahre hat sich die EUWAX AG nachhaltig im börslichen Aktienhandel etabliert. Auf Basis der Ausgestaltung des Marktmodells in Stuttgart und der hohen Dienstleistungsqualität in der gesamten Skontroführung führte auch das neue Marktmodell in Frankfurt zu keiner Verschlechterung der Wettbewerbsposition der EUWAX AG. Der nun weitgehend zum Standard gewordene spreadlose Handel von Aktien des DAX® beispielsweise wurde in 2005 vom Wettbewerb imitiert. Dies verdeutlicht erneut, dass die EUWAX AG durch die Umsetzung von anlegerfreundlichen Neuerungen ihre Position verbessern konnte und die Erfolge nach dem Nachziehen der Wettbewerber nicht mehr nachhaltig einbüßen musste.

Doch obwohl die Marktanteile für das Gesamtjahr fast unverändert zum Vorjahr bei 24 % (25 %) blieben, konnte die Innovationskraft der Gesellschaft nicht vollumfänglich in einen entsprechenden Ausbau der Marktanteile umgesetzt werden. Im zweiten Halbjahr musste sogar eine leichte Schwäche verzeichnet werden, die aus Marktanteilsverlusten im Handel von Small Caps resultiert. Diese Schwäche wird allerdings angesichts hoher Handelsvolumina in einzelnen Werten relativiert.

Rentenhandel baute Marktposition aus

Der Handel mit festverzinslichen Wertpapieren kann für die abgelaufene Berichtssaison als Erfolgsgeschichte bezeichnet werden. Umsätze, Schlussnoten und Profitabilität lagen bei etwas nachteiligeren Rahmenbedingungen nicht nur weit über Vorjahr, sondern auch deutlich über der internen Planung der EUWAX AG. Begründet liegt diese erfreuliche Entwicklung in der Annahme der in den Vorjahren implementierten Marktmodelle durch die Anleger. Insbesondere Corporate Bonds und strukturierte Anleihen trugen das Wachstum.

Die Schlussnotenentwicklung bestätigte den positiven Trend aus dem Vorjahr. Mit einem Zuwachs von 24 % auf 330 Tausend Stück, wurde eine neue Bestmarke erzielt, welche mit entsprechenden Umsatzsteigerungen von 24 % auf 25,3 Mrd. € korrespondierte. Die Marktanteile in dem für Renteninvestments teilweise schwierigen Umfeld erhöhten sich von 18 % auf 25 % und spiegeln damit den nachhaltigen Erfolg in diesem Segment wider.

Eigenhandel, Beteiligungen & Venture Capital

Turnaround vollzogen

Der Eigenhandel entwickelte sich im Jahr 2005 positiv und erzielte das beste Ergebnis in der Historie dieses Segments. Das Ergebnis (nach Abzug der direkten Kosten) betrug für das Gesamtjahr 0,8 Mio. € und trug damit nach teils hohen Verlusten in den Vorjahren positiv zur Ergebnisentwicklung der EUWAX AG bei. Das kumulierte direkte Ergebnis hebt sich deutlich vom Verlust (0,8 Mio. €) der entsprechenden Vorjahresperiode ab. Es ist der EUWAX AG damit - wie in der Jahresplanung vorgesehen - gelungen, den Bereich Eigenhandel, als Verlustquelle der vergangenen Jahre, in ein zum Gesamtergebnis positiv beitragendes Segment zu überführen. Maßnahmen wie die Einstellung des Daytradings haben diese Entwicklung erfolgreich flankiert. Die günstige Börsenentwicklung unterstützte die erfreuliche Entwicklung des Segments und sorgte für den Aufbau stiller Reserven im Anlageportfolio.

Bedingt durch eine entsprechende operative Entwicklung der Beteiligungen Tradejet AG und T.I.Q.S. GmbH & Co. KG mussten die entsprechenden Wertansätze angepasst werden. Aufgrund der ergebnisseitig bisher unter Plan liegenden Entwicklung bei Tradejet wurde eine Abschreibung von 770 T€ (bisheriger Buchwert 1,4 Mio. €) vollzogen. Auf die T.I.Q.S. GmbH & Co. KG musste hingegen, bedingt durch eine aufgehellte operative Entwicklung und einen deutlichen Jahresüberschuss, eine Zuschreibung von 720 T€ (bisheriger Buchwert 1 €) vorgenommen werden. Auf die T.I.Q.S. Verwaltungsgesellschaft mbH wurde eine Zuschreibung von 12 T€ getätigt.

In ihrer Summe waren die Wertberichtigungen damit fast ergebnisneutral. Die operative Entwicklung der beiden Beteiligungen Tradejet und T.I.Q.S. verlief, wie durch die Wertberichtigungen angezeigt, sehr heterogen.

Das Jahr 2005 kann unter dem Gesichtspunkt der Hebung von Synergien als Meilenstein bezeichnet werden. Durch die Implementierung der T.I.Q.S.-Technologie in die Handelsplattform von Tradejet gelang es, dem Anleger eine Oberfläche zur Verfügung zu stellen, welche erstmals einen direkten Vergleich von börslichem und außerbörslichem Wertpapierhandel ermöglicht.

Tradejet AG mit wettbewerbsfähiger Plattform aber mäßigen operativen Start

Tradejet betreibt eine elektronische Plattform, über die online-Wertpapierorders aufgegeben und über die Züricher Privatbank Maerki Baumann & Co. AG abgewickelt werden. Tradejet musste hierzu keine aufwendige Bankinfrastruktur aufbauen. Die Folge ist, dass die Fixkostenblöcke bei Tradejet gering sind und bei Maerki Baumann & Co. AG Skaleneffekte auftreten, die auch Tradejet bei den variablen Kosten zugute kommen. Durch die relativ niedrige Fixkostenbasis könnte das Geschäftsmodell von Tradejet schon mit einer vergleichsweise kleinen Kundenzahl einen operativen Break Even erzielen.

Mit dem Eingehen der Beteiligung an der Tradejet AG beabsichtigte die EUWAX AG, an der Entwicklung des Schweizer Marktes für verbriefte Derivate zu partizipieren. Der bisher hohe Anteil in Stuttgart getätigter Orders bestätigt die Richtigkeit der getätigten Annahmen. Die Zielkundschaft von Tradejet sind transaktionsstarke Anleger, welche insbesondere auch verbriefte Derivate handeln.

Die operative Entwicklung der Tradejet AG verlief jedoch, wie durch die vorgenommene Abschreibung auf diese Beteiligung dokumentiert, unter den angesetzten Planvorgaben.

Die Erträge der Gesellschaft lagen bei 1,1 Mio. CHF, wobei die Umsatzerlöse aufgrund der insbesondere in der 1. Jahreshälfte aufgetretenen Schwäche in der Kundengewinnung und im Transaktionsgeschäft weit unter Plan blieben. Die Aufwendungen beliefen sich auf 2,5 Mio. CHF. Das entsprechende Nettoergebnis wies einen Verlust von 1,3 Mio. CHF aus und führte zu einem Verzehr des Eigenkapitals auf 1,9 Mio. CHF zum Bilanzstichtag.

Nach einem enttäuschenden 1. Halbjahr gelang es der Tradejet AG aber in den beiden Folgequartalen, die hohe Qualität und Wettbewerbsfähigkeit der angebotenen Dienstleistungen besser am Markt zu platzieren. Auch wurde im Jahresverlauf eine Schärfung der strategischen Fokussierung vorgenommen. Die erfolgte Konzentration auf vermögende und handelsaktive Anleger hat sich hierbei als adäquate Zielkundengruppe herauskristallisiert. Der Marktbearbeitungsansatz wurde somit deutlich geschärft und die Vertriebsplanung entsprechend an diesem anspruchsvollen und margenstarken Segment ausgerichtet. Die Struktur der bisher gewonnenen Anleger und eine sehr hohe Zufriedenheit der Bestandskunden bestätigen diesen Ansatz.

Zum Jahresende konnte die Gesellschaft über 400 hochwertige Kunden verzeichnen. Die Transaktionshäufigkeit je Kunde lag auf hochgerechneter Basis bei rund 60 Transaktionen pro Jahr und damit weit über dem Niveau des auf den Massenmarkt ausgerichteten Wettbewerbs.

Das Dienstleistungsangebot wurde im Jahresverlauf konsequent weiterentwickelt und vervollständigt. Den Kunden von Tradejet stand zum Jahresende eine komplettierte Servicepalette zur Verfügung. Das Bündel aus angebotenen Handelsplätzen, Qualität und Preis bietet derzeit einen an Anleger klar kommunizierbaren und vom Wettbewerb differenzierenden Mehrwert. Insbesondere sind folgende Erweiterungen des Angebots zu nennen:

- § Anbindung zahlreicher Emittenten im außerbörslichen Handel über T.I.Q.S.
- § Anbindung US-Handel
- § Anbindung Euronext-Handel
- § Anbindung Rentenhandel Stuttgart

Tradejet konnte sich im Jahresverlauf bereits als Handelsplattform in der Schweiz etablieren. Der Bekanntheitsgrad der EUWAX wurde hierdurch erheblich gesteigert. Auch zeigen die hohen Zugriffszahlen auf die Internetseite, dass Tradejet auch als Informationsmedium rege genutzt wird. Die zusammen mit Emittenten durchgeführten Seminare von Tradejet haben zu einer positiven Imagebildung beigetragen und die Gesellschaft als eine der treibenden Kräfte bei der Entwicklung des Schweizer Marktes für verbriefte Derivate etabliert.

T.I.Q.S. GmbH & Co KG operativ weiter verbessert

Gleichlaufend mit der positiven Entwicklung an den europäischen Aktienmärkten verlief das Jahr 2005 auch im Handel mit verbrieften Derivaten ausgesprochen gut. Dementsprechend konnte das T.I.Q.S.-System in Form von gestiegenen Umsätzen an dieser Entwicklung partizipieren. Auf Basis dieser

Entwicklung konnte die Gesellschaft einen Jahresüberschuss von 0,4 Mio. € erzielen. Die EUWAX AG betrachtet die operative Ergebniswende als nachhaltig und hat in Folge dieser Entwicklung die angeführten Zuschreibungen (720 T€ bzw. 12 T€) auf die bisherigen Beteiligungswerte von 1 € vorgenommen. Die im Vorjahr vorgenommene Restrukturierung ist in der Berichtsperiode damit zum Tragen gekommen. Das Eigenkapital der Gesellschaft betrug zum 31. Dezember 1,5 Mio. € und deckt damit 94 % der Bilanzsumme ab. Die T.I.Q.S. GmbH konnte die Verbindlichkeiten bedeutend zurückführen.

Auch im Jahre 2005 wurden, wie im Vorjahr, weitere erfolgreiche Anstrengungen unternommen, um den T.I.Q.S.-Nutzerkreis um weitere Market Maker zu erweitern, sowie die T.I.Q.S.-Plattform im außerbörslichen Handel bei zusätzlichen Intermediären zu platzieren.

Im Jahr 2005 wurden Erträge mit dem Informations- und Kommunikationssystem -Phase 1 - in Höhe von 1,5 Mio. € erzielt. Die Steigerung im Vergleich zum Vorjahr resultiert aus der Anbindung weiterer Emittenten an das Segment EUWAX. Im Rahmen des außerbörslichen Handels - Phase 2 - sowie damit verbundener Dienstleistungen wurden 0,2 Mio. € an Erträgen generiert.

Phase 1 (Anbindung von Market Makern)

In der zweiten Jahreshälfte 2005 konnte durch die Anbindung von 3 weiteren Market Makern die Anzahl der Nutzer im Marktsegment EUWAX nochmals erweitert werden.

Zum 31. Dezember 2005 waren 17 Market Maker auf T.I.Q.S. aktiv und haben 1,9 Mio. Transaktionen abgewickelt. Die dabei getätigten Umsätze beliefen sich auf über 16 Mrd. €, wobei in der Spitze monatliche Umsätze in Höhe von knapp 2 Mrd. € erreicht wurden. Neben den im Vergleich zum Vorjahr zusätzlich angeschlossenen Market Makern, befindet sich ein weiterer Emittent derivativer Finanzinstrumente in der Anbindungs- und Testphase.

Darüber hinaus arbeiten weitere, vor allem bisher nicht vertretene ausländische Produkthanbieter, an einem Eintritt in den deutschen Markt für verbriefte Derivate, sodass im Verlauf des Jahres 2006 mit zusätzlichem Interesse an der Teilnahme im Marktsegment EUWAX der Börse Stuttgart zu rechnen ist.

Phase 2 (Anbindung von Intermediären)

Die Gesellschaft hat auch im Verlaufe des Jahres 2005 große Anstrengungen unternommen, um das T.I.Q.S.-System im Markt für außerbörslich getätigte Geschäfte nachhaltig zu platzieren.

Es konnten 5 Intermediäre angebunden werden, ein weiterer befindet sich kurz vor dem Live-Betrieb. Zum Jahresende waren 9 Intermediäre und 10 Market Maker in der Phase 2 freigeschaltet. Die positive Tendenz des Jahresendes 2004 setzte sich somit im Jahresverlauf 2005 fort.

Mit weiteren wichtigen Marktteilnehmern wird intensiv über eine Teilnahme an T.I.Q.S. verhandelt, sodass in der zweiten Jahreshälfte 2006 nochmals steigende Umsätze auf der Plattform zu erwarten sind.

Corporate Items

Das Segment Corporate Items entwickelte sich im Jahr 2005 ohne besondere Auffälligkeiten. Aufgrund seiner Ausgestaltung als Erbringer von Dienstleistungen innerhalb der EUWAX AG erfolgt in der Regel keine Deckung der operativen Kosten. Die Aufwandsseite ist weiterhin von Personalaufwendungen und Kosten für Rechts- und Beratungsleistungen geprägt. Erträge werden primär durch Zinserträge aus den diesem Segment zugeordneten Festgeldern generiert.

Im Berichtszeitraum generierte der Bereich Erträge von 2,1 Mio. € und musste Aufwendungen von 5,2 Mio. € verbuchen. Das direkte Ergebnis verschlechterte sich zum Vorjahr um 21 % und musste einen deutlichen Verlust von 3,0 Mio. € ausgewiesen. Insbesondere projektbezogene Aufwendungen wirkten sich erneut, aber geringer als in der Planung angesetzt, auf die Ergebnisentwicklung aus.

Mitarbeiter

Der Erfolg der EUWAX AG im vergangenen Jahr basierte erneut auf der hohen Qualifikation und Leistungsbereitschaft der Mitarbeiter. Insbesondere in der Skontroführung ist der Faktor Mensch im verwendeten hybriden Handelsmodell der Schlüssel für eine über dem Wettbewerb stehende Qualität der Dienstleistungen.

Der Personalaufwand entwickelte sich in der abgelaufenen Berichtsperiode leicht rückläufig. Der Rückgang von 14 % auf 10,4 Mio. € führte zu einem durchschnittlichen Personalaufwand je Beschäftigtem von 98 T€. Damit konnte die Belegschaft im abgelaufenen Jahr zwar weiterhin eine hohe Beteiligung an der Wertschöpfung erfahren, jedoch korrelierte die Entwicklung nicht mit dem erneut gestiegenen Jahresüberschuss. Die durchschnittliche Anzahl der Beschäftigten blieb zum Vorjahr konstant bei 106. Sowohl der fixe Personalaufwand (-12 %) als auch die variablen Vergütungen (-15 %) zeigten sich rückläufig. Der Anteil der variablen Bezüge an der gesamten Lohnsumme verblieb bei 63 %. Das Ergebnis vor Steuern je Beschäftigtem erhöhte sich um 6 % auf 265 T€.

Strategie

Strategische Ziele

“the spirit of trading“

Entstanden aus einer Idee, wurden diese Worte im Laufe der Jahre für die EUWAX AG zum Fundament ihrer Unternehmensphilosophie. Die Leistungen der EUWAX AG im börslichen Wertpapierhandel werden durch das Leitbild der Gleichstellung privater Anleger mit institutionellen Investoren geprägt. Die unternehmerischen Kräfte werden darauf konzentriert, den Anlegerschutz fortlaufend zu optimieren, die Handelsqualität stetig zu verbessern und die Dienstleistungen sowohl für Anleger und Emittenten, als auch für Aktionäre transparent zu gestalten. “the spirit of trading“ wird weiter das zentrale Bindeglied unserer Strategiebausteine sein.

Gelingt es der EUWAX AG auch in Zukunft, Kundenbedürfnisse optimal zu erfüllen, dann sind die Voraussetzungen geschaffen, bestehende Erträge zu sichern und neue Ertragspotenziale zu erschließen.

Die Börsenlandschaft setzt anspruchsvolle Rahmenbedingungen

Die in 2005 erfolgten und weiter fortschreitenden Veränderungen der Marktmodelle an einigen deutschen Handelsplätzen sind ein weiterer Ausdruck des laufenden Umbruchs der Branche der Wertpapierdienstleister. Außerbörsliche Handelsplattformen forcieren den Wettbewerb zusätzlich und beschleunigen die Automatisierung des börslichen Handels.

Die bereits seit einigen Jahren voranschreitende Konsolidierung der Branche der deutschen Wertpapierdienstleister hat sich in 2005 aufseiten der Skontroführer abgeschwächt, da hier bereits ein hohes Maß an Konzentration vorherrscht. Auf europäischer und globaler Ebene setzte sich dagegen die Bestrebung eines großen Zusammenschlusses unter führenden Marktteilnehmern durch. Neu hinzu kam eine globale Komponente, welche durch das Gebot einer australischen Investmentbank für die LSE (London Stock Exchange) und die sich intensivierenden Ambitionen der US-amerikanischen NYSE (New York Stock Exchange) verdeutlicht werden.

Die gegenwärtig erfolgende Konvergenz von Parkett und vollelektronischem Handel in den USA dürfte auch für die europäischen Märkte trendweisenden Charakter besitzen. Der Aufbruch bestehender Wertschöpfungsketten und der anhaltende Druck institutioneller Investoren zu weiter sinkenden Transaktionskosten und Ausführungsgeschwindigkeit stellen viele Marktteilnehmer vor die Herausforderung, sich bei sich wandelnden Marktmodellen erfolgreich neu zu positionieren und die eigene Ertragskraft zu sichern. In intelligenter Form muss sich auch die EUWAX AG dieser im Wandel begriffenen Realität stellen und die Weiterentwicklung des Geschäftsmodells entsprechend vorantreiben. Der in 2004 eingeführte Courtagecap, die über die letzten Jahre deutlich erhöhte Ausführungsgeschwindigkeit und die für viele Wertpapiere gestellte hohe Liquidität sind Ausdruck der bereits in dieser Richtung vollzogenen Maßnahmen.

Die EUWAX AG sieht sich durch die aktuellen Entwicklungen in ihrer strategischen Positionierung – Angebot kundenfreundlicher Marktmodelle für **private Anleger** und Kooperation mit der Börse Stuttgart - bestätigt und auch für die Zukunft gut aufgestellt. Die erfolgte internationale Expansion in die Schweiz und das in den letzten Jahren verbreiterte Kompetenzspektrum rund um den Wertpapierhandel sind gute Voraussetzungen, um die skizzierten Herausforderungen erfolgreich zu bestreiten. Die EUWAX AG wird sich nicht auf dem Erfolg der letzten Jahre ausruhen, sondern, wie in der bisherigen Unternehmensgeschichte gezeigt, die Chancen des Wandels ergreifen. Die von Innovation und Unternehmergeist geprägte Kultur der Gesellschaft ist die treibende Kraft, die Dienstleistungen strikt am Kundenbedarf auszurichten, um so eine Differenzierung zum Wettbewerb beizubehalten. Liquidität, Schnelligkeit und eine hohe Qualität in der Preisstellung waren und sind hierbei die zentralen Erfolgsfaktoren.



Abb. 16: Kundenbedürfnisse

Generieren von Qualitäts- und Kostenvorteilen

Um auch künftig eine bedeutende Stellung im Handel mit Wertpapieren innezuhaben, setzt die EUWAX AG weiterhin auf die hohe Qualität ihrer Dienstleistungen. Wesentlich ist, die Bedürfnisse der Privatanleger optimal zu erfüllen. Exemplarisch hierfür stehen:

- § Schnelle Orderausführung
- § Hohe Pricingqualität
- § Attraktive Transaktionskosten
- § Liquidität in den betreuten Wertpapierskonten

Der Erfolg dieser Strategie zeigt sich im Handelssegment EUWAX, welches seit 1999 existiert und sich in der Zeit ihres Bestehens zum führenden Marktplatz für verbriefte Derivate in Europa entwickelt hat. Dass die Transmission des Denkens und Handels im Sinne einer sich ständig steigenden **Handelsqualität** auf den Renten- und Aktienhandel gelungen ist, zeigt der Zuspruch des Marktes. Insbesondere die Marktanteilsgewinne im Rentenhandel sind Beleg für eine hohe Kundenzufriedenheit aufgrund von Qualitätssteigerungen.

Die alleinige Verbesserung der Handelsqualität wird im Kampf um Privatanleger nicht ausreichen, denn die Anleger erwarten neben einer hohen Qualität auch einen attraktiven **Preis** und somit geringe implizite (Spread) und direkte Transaktionskosten. Hier hat die EUWAX AG mit dem Courtagcap für inländische Aktien und verbriefte Derivate im Oktober 2004 einen markanten Schritt zur Verringerung der direkten Transaktionskosten getan.

Selbstverständlich identifizieren und nutzen wir laufend weitere Potenziale zur Senkung der Transaktionskosten innerhalb und außerhalb der EUWAX AG.

In allen Bereichen der Skontroführung tritt die EUWAX AG als Spender von **Liquidität** auf. Im Handel mit verbrieften Derivaten wird bei vielen Wertpapieren die vom Emittenten garantierte Stückzahl teils deutlich erhöht, was dem Anleger den verlässlichen und schnellen Handel auch von hochvolumigen Orders ermöglicht. In den betreuten Skontren für Aktien und festverzinsliche Wertpapiere stellt die EUWAX AG den Anlegern ebenfalls Liquidität zur Verfügung und verbessert somit insbesondere bei marktengen Papieren die Handelbarkeit erheblich. In diesem Zusammenhang wird deutlich, dass die erhöhte **Geschwindigkeit** bei der Orderausführung nicht nur durch die erfolgte technische Verbesserung erzielt wurde.

Umfassende Betreuung aller Kundengruppen

Neben der „Nachfrageseite“ darf die „Angebotsseite“ - die **Emittenten** von verbrieften Derivaten und Renten - nicht außer acht gelassen werden. Der Erfolg des Handelssegments EUWAX beispielsweise ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass Privatanleger sich darauf verlassen können, an der Börse Stuttgart ein umfassendes Produktangebot vorzufinden. Auch zukünftig hat die EUWAX AG das klare Ziel die Bedürfnisse der Emittenten in die Weiterentwicklung des Geschäftsmodells einfließen zu lassen. Die erfolgreiche und von einem kooperativen Charakter geprägte Zusammenarbeit der Vergangenheit soll somit zur Weiterentwicklung des Marktes eingesetzt werden.

Neben den Privatanlegern hat die EUWAX AG jedoch auch das Bestreben, auf die Bedürfnisse der Intermediäre und Emittenten einzugehen. Jede dieser beiden Kundengruppen hat für die EUWAX AG eine besondere strategische Bedeutung.

Folglich sind auch für das Binden und Gewinnen von Emittenten und **intermediären** Marktbearbeitungsstrategien zu entwickeln. Die Intermediäre sind das Bindeglied zwischen Privatanlegern und Börsen. Sind Banken an einer Börse nicht angebunden, wird dieser Börsenplatz Kunden in der Regel nicht angeboten. Lukrative Anlegerpotenziale (Nachfrage) stehen so der Börse nicht zur Verfügung.

Marktpotenzial über neue Wege erschließen

Das Erschließen von neuen Marktpotenzialen kann auch mittels einer strategischen Beteiligung erfolgen. Das geschah in 2004 mit der Beteiligung der EUWAX AG an der Schweizer Tradejet AG. Die EUWAX AG beabsichtigt, mit der Beteiligung an der Entwicklung des Schweizer Marktes für verbriefte Derivate zu partizipieren. Der Schweizer Markt ist ein entwickelter Markt mit gut informierten Anlegern.

Synergien schaffen

Skalen- und Verbundeffekte entstehen, wenn bestehenden Dienstleistungen bzw. Beteiligungen sinnvoll miteinander verknüpft werden. Hieraus Synergieeffekte auch für die EUWAX AG zu generieren, ist eine unternehmerische Herausforderung.

Gelungenes Beispiel - z.B. Synergie zwischen zwei Beteiligungen zu schaffen - ist die Verbindung der Dienstleistungen der Tradejet AG und der von T.I.Q.S implementierten Technik.

Seit September 2005 sind Tradejet-Kunden bei der Orderaufgabe in der Lage, in Echtzeit Börsentaxen und -sizes mit außerbörslichen Quotes und Sizes bei verbrieften Derivaten zu vergleichen.

IT Entwicklung

Die aufgezeigten Anforderungen an die Weiterentwicklung des Geschäftsmodells der EUWAX AG finden in der Forschung und Entwicklung der IT-Abteilung der Gesellschaft ihren Niederschlag. Um die sich ergebenden Chancen konsequent zu nutzen, auch großvolumige Entwicklungsprojekte in der Qualität und Effizienz der Vergangenheit zu bestreiten, erfolgte eine entsprechende Anpassung der Strukturen im Bereich IT.

So konnten auch in 2005 wichtige Neuerungen und Erweiterungen bestehender Systeme durch die IT-Entwicklung umgesetzt werden, die für eine weitere Optimierung der Handelsabläufe und eine Steigerung der Effizienz bei der Orderbearbeitung sowie dem Risikomanagement im Handel gesorgt haben. Im Wesentlichen konzentrierten sich die Aktivitäten auf die laufende Weiterentwicklung und Pflege der internen Softwaresysteme sowie auf die laufende Migration der bestehenden Prozesse auf .Net.

Parallel zu den handelsuntersützendenden Tätigkeiten entwickelte die IT in 2005 eine Datenbank-anwendung für die Nebenbuchhaltung nach HGB und IFRS.

Im dritten Quartal 2005 wurde mit dem Design und der Konzeption einer integrierten Handels- und Risikomanagement-Anwendung (I.H.R.M.A.) begonnen, die das bestehende LUPOX-System ablösen wird. I.H.R.M.A. wird alle Handelsprozesse vereinen, die für den hohen Standard der Dienstleistung der EUWAX AG notwendig sind. Vor diesem Hintergrund liegt der Schwerpunkt der Modernisierung zum einen im Bereich der weiteren Optimierung der Handelsabläufe. Zum anderen wird das Risikomanagement vollständig integriert und eine zentrale Rolle in I.H.R.M.A. einnehmen. Um dies zu erreichen, wird die technische Basis umfangreich modifiziert und somit die Leistungsfähigkeit der Kernprozesse deutlich ausgebaut.

Das neue Softwaresystem wird der Philosophie und der Architektur des bewährten LUPOX-Systems folgen. Die Grundlage für sämtliche Entwicklungen bildet dabei das EUWAX-Framework, welches vollständig unter Microsoft® .Net entwickelt ist.

Im Zuge des Systemdesigns von I.H.R.M.A. wird die IT der EUWAX AG ihren Software-Konstruktionsprozess durch den Einsatz aktuellster Technologien weiterentwickeln. Mit der Einführung der innovativen Software-Entwicklungsumgebung „Microsoft® Team System“ wird die Zusammenarbeit der Softwarearchitekten, Entwickler und der Mitarbeiter in der Qualitätssicherung einen sehr hohen Integrationsgrad erreichen. Sämtliche im Zusammenhang mit der Umsetzung von Softwareprojekten vorhandenen Abläufe können durch Einsatz dieser Entwicklungsumgebung auf Basis des aktuellen Microsoft .Net-Frameworks effizient und schnell abgebildet werden.

Das Ziel der EUWAX AG ist es, mit I.H.R.M.A. ihre Technologieführerschaft weiter auszubauen und im Hinblick auf Leistungsfähigkeit, Funktionalität und Integration erneut Maßstäbe zu setzen.

Im Jahr 2005 stand, neben den Projekten der Forschung und Entwicklung, der Ausbau der Qualitätssicherung (QS) in der IT-Entwicklung im Mittelpunkt. Die QS leistet wertvolle Dienste bei der Umsetzung von Softwareprojekten, indem sie durch entsprechende Richtlinien und weitere Standardisierungen die Basis für eine hohe Planungssicherheit und effiziente Entwicklung ausgedehnt hat. Die Mitarbeiter der QS stellen sicher, dass die hohen Anforderungen, welche die EUWAX AG an ihre Entwicklungen stellt, auch bei zunehmender Auftragslage stets gewährleistet ist.

Die für die Erfüllung der internen Qualitätsstandards wichtigsten Leistungen der QS liegen in Bereichen der Dokumentation, der Richtlinienerstellung und deren Überwachung sowie der Testvorbereitung und -durchführung der entwickelten Softwareprodukte.

Von der Erweiterung der Qualitätssicherung konnte die IT schon während der Einführung profitieren. Für die zukünftigen Herausforderungen ist die IT der EUWAX AG somit sehr gut vorbereitet. Die QS-Prozesse bilden den Rahmen für die IT-Governance, die sich nahtlos in die Corporate-Governance des Gesamtunternehmens integriert.

Risikobericht

Alle Geschäftstätigkeiten der Gesellschaft sind unvermeidbar mit der Eingehung von Risiken verbunden. Nur hierdurch können unternehmerische Chancen genutzt und Ziele erreicht werden. Daher ist es auch nicht das Ziel der Gesellschaft, Risiken grundsätzlich auszuschließen, sondern sicherzustellen, dass diese rechtzeitig erkannt, korrekt bewertet und sinnvoll gesteuert werden. Um dies zu gewährleisten, hat die EUWAX AG umfangreiche Regelungen getroffen. Im nachfolgenden Risikobericht wird ein Überblick über das Risikomanagementsystem der Gesellschaft, sowie über die derzeit bekannten Risiken gegeben. Im Hinblick auf mögliche zukünftige Chancen wird auf den Prognosebericht verwiesen.

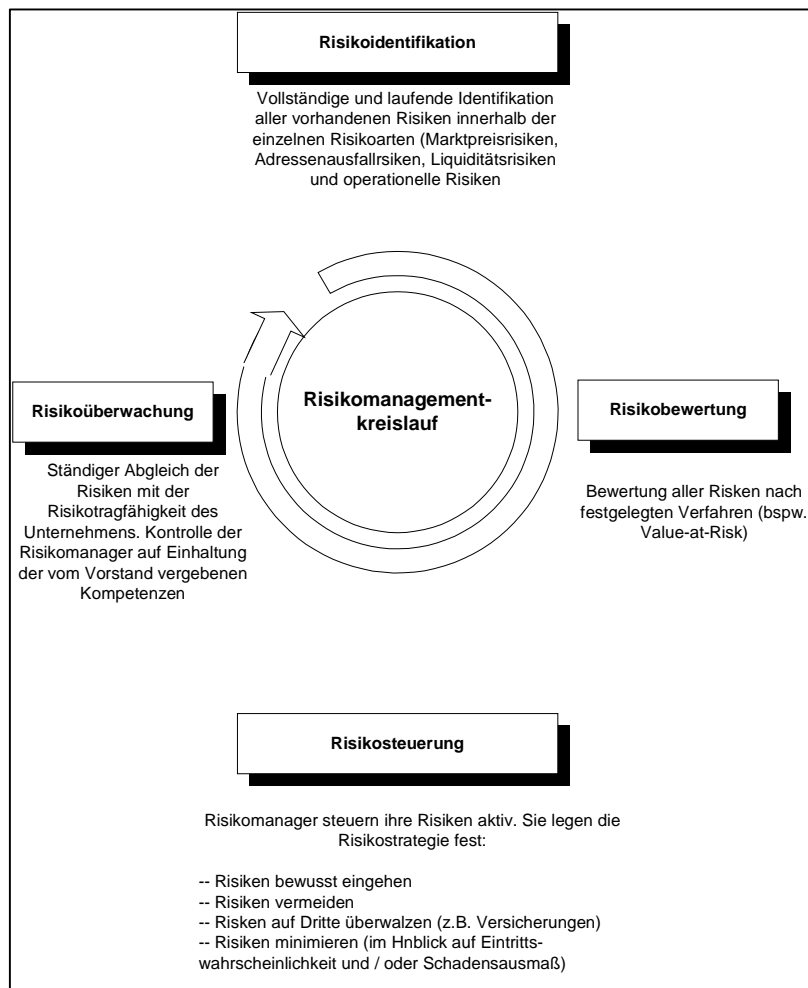


Abb. 17: Risikomanagementkreislauf

Das Risikomanagementsystem

Die Verantwortung für ein funktionierendes Risikomanagementsystem trägt der Gesamtvorstand. Er definiert die Risikostrategie des Unternehmens. Der Vorstand hat darüber hinaus interne Kontrollverfahren implementiert. Diese bestehen aus einem so genannten Internen Kontrollsystem (IKS) und der internen Revision. Das interne Kontrollsystem setzt sich wiederum aus der Aufbau- und Ablauforganisation (Orga), sowie den Risikosteuerungs- und Controllingprozessen (Risikomanagement im engeren Sinne) zusammen. Die Ausgestaltung dieser Elemente in der EUWAX AG wird nachfolgend in ihren Wesentlichen Grundzügen beschrieben:

Die Risikostrategie

Risiken, denen die EUWAX AG in der Zukunft ausgesetzt ist, werden im Wesentlichen durch die geschäftspolitische Ausgangssituation, das Umfeld, sowie die eigenen unternehmerischen Ziele bedingt.

Der Vorstand erarbeitet jährlich eine Risikostrategie für das kommende Geschäftsjahr, welche die genannten Faktoren berücksichtigt. Diese Risikostrategie ist eng mit der Jahresplanung verzahnt. Durch die Risikostrategie bestimmt der Vorstand die grundsätzliche Risikobereitschaft des Unternehmens. Für 2006 hält der Vorstand wie in den Vorjahren an seiner zurückhaltenden Risikopolitik fest.

Die interne Revision

Die EUWAX AG hat eine wirksame und unabhängige interne Revision implementiert. Diese ist als Stabstelle dem Vorstand direkt unterstellt und diesem berichtspflichtig. Die interne Revision prüft risikoorientiert insbesondere die Ordnungsmäßigkeit, Sicherheit und Wirtschaftlichkeit aller betrieblichen Prozesse. Die IT-Revision ist auf ein hierfür spezialisiertes Unternehmen ausgelagert.

Die Aufbau- und Ablauforganisation

Die EUWAX AG hat eine Aufbau- und Ablauforganisation implementiert, welche die Ordnungsmäßigkeit betrieblicher Prozesse sicherstellt und Risiken hierdurch minimiert. Zuständigkeiten und Verantwortlichkeiten sind in Organisationsrichtlinien klar geregelt. Durch Funktionstrennungen ist sichergestellt, dass miteinander nicht vereinbare Tätigkeiten personell voneinander getrennt sind. In den Organisationsrichtlinien sind, sofern notwendig, Kontrollprozesse wie beispielsweise das Vier-Augenprinzip vorgeschrieben. Die Organisation ist dem Ressort Verwaltung zugeordnet.

Risikosteuerungs- und Controllingprozesse

Die EUWAX AG besitzt wirksame Prozesse zur Identifizierung, Beurteilung, Steuerung, Überwachung und Kommunikation von Risiken. Hierbei erfolgt eine Trennung zwischen risikosteuernden (Risikomanagement im engeren Sinne) und risikoüberwachenden Tätigkeiten (Risikocontrolling).

Die Risikosteuerung erfolgt durch so genannte Risikomanager. Diese setzen die vom Vorstand festgelegte Risikostrategie um. Der Risikomanager entscheidet hierbei, ob die Erfolgchancen einer Entscheidung die damit einhergehenden Risiken rechtfertigen. Angestrebt ist die bestmögliche Erreichung der unternehmerischen Ziele aus der Jahresplanung und der Risikostrategie unter Eingehung möglichst geringer Risiken.

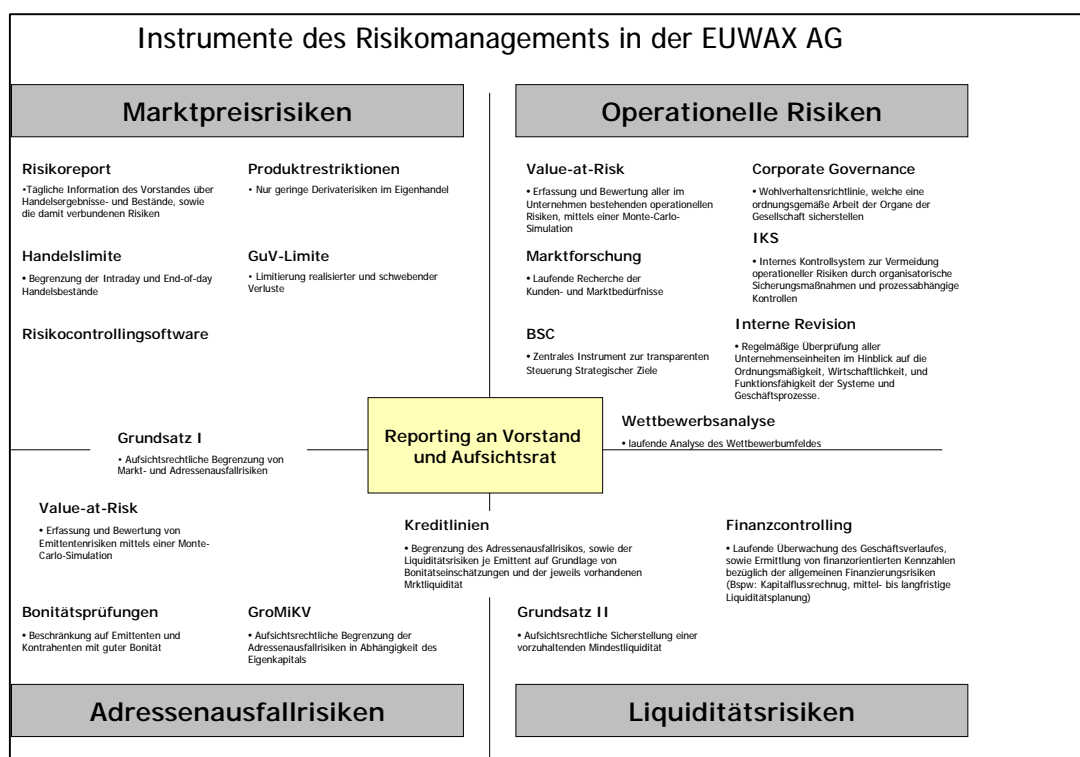


Abb. 18: Instrumente des Risikomanagements in der EUWAX AG

Das Risikocontrolling ist dem Ressort Verwaltung zugeordnet. Es unterstützt die laufende Identifizierung von Risiken im Unternehmen und entwickelt Methoden zur Beurteilung und Bewertung von Risiken. Weiterhin liefert das Risikocontrolling dem Vorstand alle zur Beurteilung der Risikolage benötigten Informationen und überwacht, ob die von der Geschäftsleitung vorgegebene Risikostrategie umgesetzt, sowie die an die Risikomanager vergebenen Kompetenzen zu jeder Zeit eingehalten werden. Der Vorstand wird geschäftstäglich vom Risikocontrolling mit einem Risikoreport über die Risikotragfähigkeit, Bestandspositionen in Wertpapieren, Limitauslastungen und Ergebnisse aus Handelsgeschäften informiert. Monatlich erstellt das Risikocontrolling für Vorstand und Aufsichtsrat einen umfassenden Risikobericht über alle Risikokategorien.

Risikotragfähigkeit

Die Risikotragfähigkeit des Unternehmens, auch Risikodeckungskapital genannt, wird täglich vom Risikocontrolling nach intern festgelegten Regeln berechnet. Die Kennzahl stellt den maximalen, durch Vermögenswerte gedeckten Verlust dar, den das Unternehmen verkraften kann. Die EUWAX AG berechnet diese Kennzahl konservativ. Vermögenswerte, deren schnelle Liquidierbarkeit ungewiss ist, werden nicht in die Berechnung einbezogen. Das Risikodeckungskapital stellt die maximal zur Verfügung stehende Deckungsmasse zur Eingehung von Risiken dar. Die Entwicklung der Risikotragfähigkeit im Jahresverlauf ist in der Abbildung 19 ersichtlich.

Marktpreisrisiken

Unter Marktpreisrisiken sind potenzielle Verluste aufgrund von nachteiligen Veränderungen der Marktpreise oder der preisbeeinflussenden Parameter zu verstehen. Das Marktpreisrisiko wird nach Einflussfaktoren untergliedert in:

- § Zinsänderungsrisiken
- § Währungsrisiken
- § Aktienkursbezogene Risiken
- § Rohwarenrisiken
- § Optionsrisiken

Im Geschäftsbereich Skontroführung und Vermittlungsgeschäft werden Marktpreisrisiken im Rahmen der Dienstleistungserbringung für unsere Kunden eingegangen, um eine möglichst schnelle Orderausführung sicher zu stellen, oder fehlende Liquidität des Market-Makers auszugleichen. Dabei können aufgrund der Produktvielfalt der von der EUWAX AG betreuten Produkte grundsätzlich alle der oben genannten Risikofaktoren auftreten. Hinsichtlich der Haltedauer sind Aufgabegeschäfte sehr kurzfristiger Natur. In aller Regel werden Positionen innerhalb weniger Minuten wieder geschlossen. Hierdurch ergibt sich eine sehr hohe Depotumschlagshäufigkeit, verbunden mit einer sich ständig ändernden Risikostruktur. Über Nacht werden keine bedeutenden Positionen gehalten.

Im Geschäftsbereich Eigenhandel, Beteiligungen und Venture Capital beschränkt sich die Gesellschaft fast ausnahmslos auf Produkte, welche Aktien- und Zinsrisiken beinhalten. Optionsrisiken werden nur selten und in geringem Umfang eingegangen. Die EUWAX AG verfolgt mit dem Eigenhandel im Wesentlichen zwei Ziele. Zum einen werden für die Skontroführung Handbestände in weniger liquiden Wertpapieren gehalten, um diese Liquidität Kunden zur Verfügung stellen zu können. Zum anderen werden Vermögensanlagen freier Mittel getätigt.

Aufgrund der Produktvielfalt und der sehr kurzen Haltedauer in der Skontroführung ist eine Quantifizierung der Marktpreisrisiken über einen herkömmlichen Value-at-Risk Ansatz nicht sinnvoll möglich. Die Gesellschaft setzt daher beim Management der Marktpreisrisiken Intraday auf ein System von Volumens- und GuV-Limiten, die über ein eigenentwickeltes Risikomanagementsystem, das negative Veränderungen in Echtzeit erfasst und darstellt, überwacht werden können. Bei über Nacht gehaltenen

Beständen erfolgt die Quantifizierung der Marktpreisrisiken über pauschale, dafür aber sehr vorsichtige Verlustansätze, die sich an der Risikosensitivität der entsprechenden Wertpapierart orientiert. Die EUWAX AG setzt diese so ermittelten Verlustansätze zum Zwecke der Kapitalunterlegung einem Value-at-Risk mit einem Konfidenzniveau von 99% und einer Haltedauer von einem Handelstag gleich. Die Entwicklung des Value-at-Risk im Jahresverlauf ist in der Abbildung 19 ersichtlich. Der Vorstand plant aus heutiger Sicht für das Geschäftsjahr 2006 keine wesentlichen Änderungen hinsichtlich der Risikosituation der Marktpreisrisiken.

Adressenausfallrisiken

Unter Adressenausfallrisiken sind potenzielle Verluste oder entgangene Gewinne aufgrund des Ausfalls oder einer Bonitätsverschlechterung eines Geschäftspartners zu verstehen. Hierunter fallen:

- § Emittentenrisiken
- § Kontrahentenrisiken
- § sonstige Adressenausfallrisiken

Emittentenrisiken und Kontrahentenrisiken entstehen im Zusammenhang mit Wertpapiergeschäften. Unter sonstigen Adressenausfallrisiken versteht die Gesellschaft alle weiteren Vermögenswerte, die einem Adressenausfallrisiko unterliegen. Hierunter fallen insbesondere bestehende Venture Capital-Engagements, Beteiligungen und Bankanlagen.

Grundsätzlich unterliegt die Gesellschaft nur moderaten Adressenausfallrisiken. Kontrahentenrisiken sind aufgrund der Beschränkung auf börsenzugelassene Geschäftspartner oder aufsichtsrechtlich überwachte Kreditinstitute sowie der Abwicklung Zug um Zug vernachlässigbar. Emittentenrisiken werden durch entsprechende Kreditlinien, welche für jeden Emittenten festgelegt werden, überwacht und gesteuert. Große Bestandspositionen werden nur in Papieren von Emittenten mit einwandfreier Bonität gehalten.

Die EUWAX AG quantifiziert alle Adressenausfallrisiken über ein Value-at-Risk Konzept. Hierbei kommt eine Monte-Carlo-Simulation zum Einsatz. Zur Bestimmung der Ausfallwahrscheinlichkeiten werden externe Ratings herangezogen. Stehen diese für einen Kreditnehmer nicht zur Verfügung, wird die Ausfallwahrscheinlichkeit auf Grundlage vorsichtiger Annahmen geschätzt. Aus Gründen der Vorsicht wird in der Szenarioberechnung auf die Berücksichtigung einer Rückzahlungsquote bei Ausfall eines Vertragspartners verzichtet und eine Verlustquote (LGD) in Höhe von 100% unterstellt. Der Value-at-Risk wird auf einen Betrachtungszeitraum von einem Jahr mit einem Konfidenzniveau von 99% berechnet. Die Entwicklung des Value-at-Risk im Berichtszeitraum ist in der Abbildung 19 ersichtlich.

Die Gesellschaft unterliegt im Bereich der Adressenausfallrisiken so genannten Risikokonzentrationen. Ein Großteil der mit dem Wertpapierbestand verbundenen Adressenausfallrisiken konzentriert sich auf Vertragspartner mit Sitz in der Bundesrepublik Deutschland. Branchenseitig besteht eine Konzentration auf die Finanzbranche (Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute). Diese Risikokonzentration wird zum einen aufgrund der überwiegend sehr guten Bonität dieser Adressen für vernachlässigbar gehalten, zum anderen ist diese Konzentration aber auch immanent durch das Geschäftsmodell der EUWAX AG bedingt und daher nur sehr begrenzt steuerbar.

Sowohl Marktpreis- als auch Adressenausfallrisiken werden von der Gesellschaft ebenfalls im Rahmen der Solvenzaufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gemessen (Grundsatz I). Bei der von der Gesellschaft hierbei angewandten „Delta-Plus Methode“ handelt es sich um ein festgelegtes Verfahren zur Bewertung dieser Risiken. Am 31.12.2005 übertraf die bestehende Relation zwischen Risiken und Eigenmitteln die von der Gesellschaft einzuhaltende Mindestkennziffer um den Faktor 23,61. Auch hierdurch wird die zurückhaltende Risikopolitik der Gesellschaft unterstrichen.

Liquiditätsrisiken

Ein Liquiditätsrisiko besteht in mehrfacher Hinsicht – einerseits in einer unzureichenden Marktliquidität einzelner Finanzinstrumente und andererseits in einem allgemeinen Finanzierungsrisiko.

Kennzeichnend für das Risiko einer unzureichenden Marktliquidität ist, dass Handelspositionen aufgrund unzureichender Markttiefe oder wegen Marktstörungen nicht ohne weiteres zu „fairen“ Marktpreisen eingedeckt bzw. glattgestellt werden können. Auch mögliche Sanktionen aufgrund nicht zu erfüllender Wertpapiergeschäfte (Exekution, Buy-In) sind hierunter zu verstehen. Die Gesellschaft trägt diesen Risiken dadurch Rechnung, dass jeder Händler die eingeräumten GuV- und Volumenlimite, welche die Buchverluste und die Größe der offenen Positionen auf ein vertretbares Maß begrenzen, einhalten muss. Im Eigenhandel beschränkt sich die EUWAX AG ausschließlich auf Geschäfte in ausreichend marktliquiden Finanzinstrumenten. In der Skontroführung werden in weniger liquiden Wertpapieren nur verhältnismäßig kleine Bestände gehalten.

Das allgemeine Finanzierungsrisiko besteht darin, dass die Gesellschaft ihren Zahlungsverpflichtungen aufgrund eines liquiditätsmäßigen Engpasses nicht nachkommen kann (Liquiditätsrisiko im engeren Sinne) oder dass benötigte Liquidität nicht zu erwarteten Konditionen beschafft werden kann (Refinanzierungsrisiko).

Die Liquiditätslage der Gesellschaft ist konstant gut. Finanzielle Engpässe sind in 2005 nicht aufgetreten. Diese werden auch für das kommende Geschäftsjahr nicht erwartet, sodass Liquiditätsrisiken für die EUWAX AG nur von untergeordneter Bedeutung sind. Dennoch erfolgt auch zukünftig fortlaufend eine strikte Überwachung der Finanzsituation des Unternehmens, damit die frühzeitige Feststellung von Liquiditätsengpässen und rechtzeitige Einleitung von Gegenmaßnahmen gewährleistet bleibt.

Die Liquidität des Unternehmens wird darüber hinaus mithilfe der im Rahmen der „Grundsatz II-Meldung“ an die BAFin zu erstellenden Liquiditätskennzahlen geschäftstäglich festgestellt und kommuniziert. Hierbei handelt es sich um ein von der BAFin festgelegtes Modell zur Bewertung der Liquidität einer Gesellschaft. Die vorgeschriebene Mindestliquidität wurde hierbei auch in 2005 weit übertroffen. Sie lag am Geschäftsjahresende bei mehr als dem 15-fachen des geforderten Mindestwertes.

Eine laufende Quantifizierung der Liquiditätsrisiken über einen Value-at-Risk-Ansatz führt die Gesellschaft aufgrund der hohen methodischen Hürden und dem damit verbundenen Aufwand nicht durch. Dies wäre vor dem Hintergrund der nachrangigen Bedeutung dieses Risikos für die EUWAX AG nicht angemessen. Aus Gründen der Vorsicht hat sich die Gesellschaft dennoch dafür entschieden, Liquiditätsrisiken mit Risikodeckungskapital zu unterlegen. Daher wurden zwei vorsichtige Szenarioannahmen getroffen, die zu einem pragmatischen und statischen Value-at-Risk in Höhe von 217 TEUR führen. Der Betrachtungszeitraum beträgt ein Jahr mit einem Konfidenzniveau von 99%.

Operationelle Risiken

Unter operationellen Risiken versteht die EUWAX AG, in Anlehnung an Basel II, Risiken möglicher Verluste, die aufgrund der Unangemessenheit oder des Versagens von internen Verfahren, Menschen und Systemen oder in der Folge externer Ereignisse eintreten. Über diese Definition nach Basel II hinaus zählt die Gesellschaft auch Reputationsrisiken (die oftmals als Folge von schlagend gewordenen operationellen Risiken eintreten) und strategische Risiken zu dieser Risikokategorie. Operationelle Risiken nehmen in der EUWAX AG einen hohen Stellenwert ein. Hier besteht das größte Gefahrenpotenzial für das Unternehmen.

Alle operationellen Risiken werden durch das Risikocontrolling in Zusammenarbeit mit den Risikomanagern in den Ressorts zentral erfasst. Bei den Risikomanagern handelt es sich um erfahrene und langjährige Mitarbeiter in den einzelnen Ressorts, sowie die jeweils verantwortlichen Mitglieder des Vorstands. Der fortlaufende Kommunikationsprozess stellt sicher, dass alle für die Gesellschaft Wesentlichen operationellen Risiken erkannt werden. Die Bewertung dieser Risiken erfolgt hinsichtlich potenzieller Schadenshöhen und Eintrittswahrscheinlichkeiten. Dies ist naturgemäß kein einfaches Unterfangen. In der über 10-jährigen Firmengeschichte sind dank guter Unternehmensführung und

wirksamer Kontrollmechanismen bisher nur selten Schäden durch operationelle Risiken entstanden, sodass nur wenige historische Daten existieren, die als Ausgangspunkt für eine Prognose zukünftiger Risiken herangezogen werden können. Auch sind mögliche Schadensereignisse, wie beispielsweise Marktanteilsverluste, oftmals nur schwer einem operationellen Risiko zuzuordnen. Daher erfolgt die Messung operationeller Risiken weitestgehend durch eine Schätzung von Eintrittswahrscheinlichkeiten und möglichen Auswirkungen (Schadenshöhen) durch die in den jeweiligen Unternehmensbereichen zuständigen Risikomanager in Zusammenarbeit mit dem Risikocontrolling. Die Überarbeitung der einzelnen Risiken erfolgt in regelmäßigen Abständen und anlassbezogen, sobald Tatsachen bekannt werden, die eine Anpassung notwendig machen.

Auf der Risikobewertung basierend können Maßnahmen getroffen werden, um vorliegende Risiken hinsichtlich ihrer Eintrittswahrscheinlichkeit oder Schadenshöhe zu minimieren. Hierzu zählen beispielsweise der Abschluss von Versicherungen oder organisatorische Sicherungsmaßnahmen (z.B. die Verankerung von Kontrollen im Rahmen der Ablauforganisation). Entscheidungskriterium für etwaige Gegenmaßnahmen sind sowohl die möglichen Auswirkungen bei Eintritt des entsprechenden Risikos, als auch die Opportunitätskosten der Sicherungsmaßnahme.

Zur Messung von operationellen Risiken ermittelt die Gesellschaft einen Value-at-Risk auf Grundlage einer „Monte-Carlo-Simulation“. Der Betrachtungszeitraum beträgt ein Jahr. Das Konfidenzniveau ist auf 95% festgesetzt. Eine Übersicht über den Value-at-Risk aus operationellen Risiken ist in der Abbildung Nr. 19 dargestellt.

Ein besonderes Augenmerk wird auf die Steuerung und Minimierung der **strategischen Risiken** gelegt, da diese innerhalb der operationellen Risiken zu den bedeutendsten Risiken zählen. Hierunter fallen negative Entwicklungen, welche sich aus Fehleinschätzungen zukünftiger Marktchancen oder durch schwerwiegende operative Managementfehler ergeben. Weitere strategische Risiken erwachsen aus dem Wettbewerb. Bei dem stark servicebasierten Marktmodell der Börse Stuttgart und damit auch der EUWAX AG können sich Risiken beispielsweise aus einer sinkenden Handelsqualität bzw. einer steigenden Unzufriedenheit von Banken oder Anlegern ergeben. Aus diesem Grund hat die EUWAX AG alle Instrumente zur Messung der Handelsqualität in einem Bereich, dem Qualitätsmanagement, gebündelt. Das Qualitätsmanagement ist neben dem Beschwerdemanagement Bestandteil der Compliance-Stelle. Damit ist sichergestellt, dass Servicequalität und auftretende Reklamationen von einer unabhängigen Stelle bearbeitet werden und Ansatzpunkte zur Verbesserung der Servicequalität systematisch erkannt werden.

Die kontinuierliche Verbesserung der Handelsbedingungen ist ein zentraler Aspekt der Unternehmensphilosophie. Die langjährige Markterfahrung des Vorstands und der verantwortlichen Mitarbeiter, sowie eine genaue Beobachtung aktueller Marktentwicklungen durch die Marktforschung, beispielsweise auf den Gebieten Produkte, Emittenten oder Handelssysteme, tragen ebenfalls zur Reduzierung strategischer Risiken bei. Eventuell erforderliche Maßnahmen oder Planänderungen werden zeitnah durchgeführt und kommuniziert.

Interne Bestimmungen zur Corporate Governance orientieren sich an den aktuellen Empfehlungen aus Regierungs- und Fachkreisen und stellen eine qualifizierte Aufgabenerfüllung des Vorstands sicher. Die Regelungen zur Corporate Governance der EUWAX AG sind auf der Internetseite der Gesellschaft öffentlich zugänglich. Die Empfehlungen, die die von der deutschen Bundesregierung eingesetzte Kommission im Deutschen Corporate Governance Kodex festgehalten hat, wurden und werden mit wenigen Ausnahmen umgesetzt.

Als zentrales Steuerungs- und Controllinginstrument für strategische Ziele setzt die EUWAX AG eine Balanced Scorecard (BSC) ein. Mit ihr wird die Einhaltung der wichtigsten strategischen Ziele in der Finanz-, Markt-, Prozess- und Mitarbeiterperspektive überprüft. Auch so genannte „Soft Facts“ werden hierbei ermittelt und messbar gemacht. Durch den konsequenten Einsatz dieses Steuerungs- und Controllinginstrumentes kann die Gesellschaft strategische Risiken wirksam minimieren.

Nachfolgend werden die fünf wesentlichsten operationellen Risiken dargestellt, welche aus Sicht der Gesellschaft zum Jahresende 2005 bestanden. Diese fünf Einzelrisiken tragen ca. 55% zum Gesamt-VaR aus operationellen Risiken bei:

Kundenzufriedenheit / Wettbewerb

Als Wertpapierdienstleistungsunternehmen hängt der wirtschaftliche Erfolg der EUWAX AG stark von der Nachfrage nach ihren Dienstleistungen ab. Diese müssen den Kunden - darunter werden insbesondere Privatanleger und Emittenten verstanden - einen Mehrwert gegenüber anderen Marktmodellen und Wettbewerbern bieten. Sollte dies nicht mehr gegeben sein, wird die Gesellschaft insbesondere ihre derzeit bestehenden hohen Marktanteile im Handel mit verbrieften Derivaten nicht halten können. Ein entsprechender Ertragsrückgang wäre die Folge.

Die Gesellschaft begegnet diesem Risiko durch eine intensive interne Unternehmensanalyse, sowie eine externe Markt- und Wettbewerbsanalyse. Die Beobachtung und stetige Verbesserung der eigenen Dienstleistungsqualität geht einher mit einer fortlaufenden Anpassung der jeweiligen Marktmodelle an neue Kundenpräferenzen und Herausforderungen durch den Wettbewerb.

Derzeit sieht sich die Gesellschaft den folgenden wesentlichen Wettbewerbsrisiken ausgesetzt:

Anbieter außerbörslicher Handelssysteme stellen vermehrt Limitfunktionen zur Verfügung, was bisher dem börslichen Handel vorbehalten war. Dies könnte die Wettbewerbssituation verschärfen. Die EUWAX AG beobachtet die weitere Entwicklung genau, sieht sich jedoch in einer vorteilhaften Situation. Hintergrund ist die Tatsache, dass limitierte Orders hinsichtlich möglicher Interessenskonflikte deutlich kritischer anzusehen sind als der bisher im außerbörslichen Handel übliche direkte Geschäftsabschluss. Den Betreibern entsprechender Handelssysteme fällt nunmehr die wichtige Aufgabe eines objektiven und unparteiischen Vermittlers zu. Ebenso gewinnen Transparenz, Überwachung und klare Regelwerke, wie beispielsweise Mistraderegulungen, an Bedeutung. Dies sind wichtige Kernkompetenzen der aufsichtsrechtlich überwachten Wertpapierbörsen. Ob Handelssystembetreiber diesen Anforderungen in gleichem Maße gerecht werden können, bleibt abzuwarten. Einige Emittenten lehnen aus genannten Gründen den außerbörslichen Limithandel für Ihre Produkte gänzlich ab.

Die Entwicklung der Derivateinitiative der Schweizer SWX und der Bremer Wertpapierbörse wurde aufmerksam verfolgt. Die EUWAX AG geht derzeit jedoch nicht von einer wesentlichen Gefahr aus. Ebenso beobachtet die Gesellschaft laufend das Frankfurter Segment Smart Trading. Auch hier sieht sich die Gesellschaft in einer nach wie vor sehr guten Position.

Die EU-Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (MiFid) reformiert die gesetzlichen Rahmenbedingungen für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen grundlegend. Insbesondere der außerbörsliche Handel wird Regelungen unterworfen, denen Wertpapierbörsen bereits heute unterliegen. Die neue Regelung soll nach derzeitigem Stand bis zum 31.10.2006 von den Mitgliedsstaaten umgesetzt werden. Hierdurch relativiert sich der heute bestehende Wettbewerbsvorteil des börslichen Handels hinsichtlich der Handelstransparenz. Dadurch könnten für die Gesellschaft Wettbewerbsrisiken entstehen. Die EUWAX AG geht davon aus, dass diese Risiken überschaubar sind. Hintergrund ist die Tatsache, dass sich Wertpapierbörsen auch nach Umsetzung der MiFid in dem wichtigen Aspekt der öffentlichen Überwachung vom außerbörslichen Handel abheben werden.

Auch in Deutschland werden zunehmend so genannte „Contracts for Difference“ (CFD's) angeboten. Diese stellen ein Substitutionsprodukt zu herkömmlichen Derivaten dar und könnten bei entsprechendem Erfolg zu Umsatzeinbußen führen. Inwieweit sich diese neue Produktinnovation durchsetzen kann, bleibt abzuwarten. Für 2006 erwarten wir keine negativen Effekte durch CFD's.

Großkundenrisiken

Die Struktur der Emittenten im Marktsegment EUWAX ist von einer relativ hohen Konzentration geprägt. Von den derzeit 28 an der EUWAX gelisteten Emittenten vereinen die fünf größten Anbieter ca. 70% des Gesamtmarktes auf sich. Dadurch ergibt sich eine natürliche, wenn auch sich stetig ändernde, Abhängigkeit gegenüber diesen Großkunden. Gleichzeitig ist das Marktsegment EUWAX Markt-

fürer im deutschen börslichen Handel mit verbrieften Derivaten. Insofern bestehen auch aufseiten der Emittenten und intermediäre Abhängigkeiten hinsichtlich dieses Marktes als Vertriebsweg.

Eine gute und vertrauensvolle Zusammenarbeit mit Emittenten und Intermediären ist daher eine wesentliche Voraussetzung für den Erfolg des Marktmodells des Börsenplatzes Stuttgart. Der Verlust entsprechender Großkunden kann insofern nicht ohne Auswirkungen auf die Attraktivität des Marktmodells im Gesamten und auf die Geschäftstätigkeit der EUWAX AG im Besonderen bleiben. Die Gesellschaft begegnet diesem Risiko durch intensive Bemühungen um diese Kundenbindungen. Dennoch ist dieses Risiko im Berichtsjahr schlagend geworden. Die Deutsche Bank wird zukünftig neu emittierte derivative Hebelprodukte von einem Wettbewerber betreuen lassen. Im Gegenzug dazu wurden von der Deutschen Bank alle Anlageprodukte, die zuvor teilweise nur in Frankfurt handelbar waren, gelistet. Die Betreuung dieser Wertpapiere übernahm die EUWAX AG. Die Auswirkungen dieses Risikos sind differenziert zu betrachten. Kurzfristig profitiert die Gesellschaft paradoxer Weise von dem schlagend gewordenen Risiko durch Courtagemehreinnahmen der Anlageprodukte. Mittelfristig wird mit nachlassenden Erträgen aus dem zunehmenden Verlust der Hebelprodukte gerechnet. Diese Effekte sind in der Jahresplanung 2006 berücksichtigt. Auch ergeben sich durch das schlagend gewordene Risiko Chancen für die Gesellschaft. Hierzu wird auf den Prognosebericht verwiesen.

Fluktuation

Das Marktmodell der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse zeichnet sich durch ein optimiertes Zusammenspiel menschlicher Dienstleistung und innovativer Technik aus. Die von der EUWAX AG dort erbrachten Dienstleistungen sind hochgradig spezialisiert und erfordern sowohl im Wertpapierhandel als auch in der IT hoch motivierte Mitarbeiter mit einer beständigen Innovationskraft. Ein möglicher Verlust ausgewählter Leistungsträger ist für die Gesellschaft schwer zu kompensieren.

Die Gesellschaft begegnet diesem Risiko dadurch, dass sie ein möglichst motivierendes Arbeitsumfeld für die Mitarbeiter schafft. Flache Hierarchien, die Einbindung von Mitarbeitern in die Entscheidungsprozesse, sowie eine erfolgsabhängige Vergütungsstruktur tragen stark zur Identifizierung mit dem Unternehmen bei. Die im Branchenvergleich historisch sehr geringe Fluktuationsrate der EUWAX AG kann als Beleg für die Wirksamkeit dieser Maßnahmen angesehen werden.

Da sich durch diese Maßnahmen die Risiken eines Verlustes von Leistungsträgern reduzieren, aber nicht ausschließen lassen, ist die Gesellschaft darüber hinaus bemüht, den möglicherweise entstehenden Schaden durch den Verlust einzelner Mitarbeiter durch entsprechende organisatorische Vorkehrungen zu begrenzen. Hierzu zählen Vertretungsregelungen sowie Maßnahmen zum fortlaufenden Wissenstransfer.

Kooperation

Die EUWAX AG hat sich im Gegensatz zu Mitbewerbern bewusst für eine „Ein-Börsen-Strategie“ am Börsenplatz Stuttgart entschieden. Die enge und partnerschaftliche Kooperation mit der Börse Stuttgart ermöglichte in der Vergangenheit eine stetige und erfolgreiche Weiterentwicklung des Börsenplatzes. Hiervon haben beide Partner profitiert. Diese Strategie führt naturgemäß jedoch auch zu einem gegenseitigen Abhängigkeitsverhältnis. Der Erfolg des Börsenplatzes Stuttgart wird zukünftig in hohem Maße von einer weiterhin guten, von gegenseitigem Vertrauen geprägten Kooperation aller Beteiligten abhängen.

Feiertagshandel

Der 1999 eingeführte Feiertagshandel wird in der Deutschen Finanzbranche zunehmend kritisch hinterfragt. Wenngleich zurzeit für das Jahr 2006 eine unveränderte Feiertagsregelung gilt, wird eine Anpassung ab dem 2. Halbjahr für möglich gehalten. Die sich in diesem Szenario ergebenden negativen Effekte sind zu Teilen bereits in der Jahresplanung für das Jahr 2006 berücksichtigt.

Sonstige Risiken

Alle Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute sind aufgrund gesetzlicher Vorgaben Pflichtmitglieder in einem Einlegersicherungsfonds. Der für die EUWAX AG zuständige Sicherungsfonds ist die Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen (EdW). Diese sieht sich derzeit durch den Zusammenbruch der Phoenix Kapitaldienst GmbH in 2005 einem bedeutsamen Schadensfall ausge-

setzt. Das Entschädigungsverfahren gestaltet sich komplex und langwierig. In welchem Ausmaß die EdW letztendlich in Anspruch genommen wird, ist derzeit nicht absehbar. Klar scheint jedoch, dass der Schadensfall die Leistungsfähigkeit der EdW bei weitem übersteigen könnte. In diesem Falle müssten alle Mitglieder der EdW Sonderumlagen leisten. Für die EUWAX AG könnten diese Umlagen eine bedeutsame Größenordnung erreichen. Die Gesellschaft rechnet aufgrund des langwierigen Verfahrens nicht mit einer Inanspruchnahme in 2006. Es ist jedoch möglich, dass entsprechende bilanzielle Vorsorgen durch die Bildung von Rückstellungen notwendig werden.

Sonstige bestandsgefährdende Risiken

Des Weiteren bestehen Risiken, welche in sehr unwahrscheinlichen Szenarien für die Gesellschaft grundsätzlich bestandsgefährdend sein können. Hierzu zählen beispielsweise seltene Katastrophenereignisse, Terroranschläge, Kriege oder Unruhen, die verheerend auf den Firmensitz, die Belegschaft oder das Finanzsystem einwirken. Die EUWAX AG hat Maßnahmen zur Reduzierung entsprechender Eintrittswahrscheinlichkeiten, sowie zur Begrenzung möglicher Schäden bei Eintritt unternommen. Hierzu zählen beispielsweise Brandschutz- oder sicherheitstechnische Maßnahmen. Des Weiteren wurden Risiken, soweit möglich, auf Dritte abgewälzt. So besteht ein umfassender Versicherungsschutz, welcher beispielsweise Elementarrisiken, Betriebsunterbrechung oder Terroranschläge beinhaltet. Jedoch kann das Unternehmen aufgrund seiner Größe und Fokussierung auf einen Geschäftssitz verbleibende Restrisiken nicht zur Gänze ausschließen.

Des Weiteren können wie bei jedem Unternehmen grundsätzlich alle strategischen Risiken auf mittel- bis langfristige Sicht bestandsgefährdende Ausmaße annehmen, sofern die Gesellschaft auf diese nicht angemessen reagiert oder reagieren kann. Dies wird von der EUWAX AG aufgrund der dargestellten Risikomanagementprozesse jedoch für sehr unwahrscheinlich gehalten.

Prognosegüte (Backtesting)

Bei der Quantifizierung von Risiken mithilfe eines Value-at-Risk handelt es sich um eine Prognose von in der Zukunft möglicherweise eintretenden Verlusten. Das gewählte Konfidenzniveau gibt dabei an, mit welcher Wahrscheinlichkeit keine Verluste auftreten werden, die höher sind, wie durch den Value-at-Risk angegeben. Ein Konfidenzniveau von 99% gibt beispielsweise an, dass durchschnittlich nur an einem von 100 Handelstagen ein höherer Verlust eintreten wird, als durch das Value-at-Risk prognostiziert. Treten tatsächlich in kürzeren Intervallen so genannte Ausreißer auf, ist dies ein Indiz dafür, dass die dem Value-at-Risk Modell zugrunde liegenden Annahmen nicht dem tatsächlich vorliegenden Risiko entsprechen. Das Risikocontrolling überprüft bei der EUWAX AG daher fortlaufend ob Verluste auftreten, die über den berechneten Value-at-Risk Beträgen der jeweiligen Risikokategorien liegen (Backtesting).

Im Bereich der Marktpreisrisiken traten bei einem mittlerweile mehrjährigen Betrachtungszeitraum nie Verluste auf, die über dem Value-at-Risk lagen. Das Backtesting für den Berichtszeitraum ergab, dass tatsächlich eingetretene Verluste an keinem Handelstag mehr als 4,4% des zuvor prognostizierten Value-at-Risk erreicht haben. Hierdurch wird deutlich, dass den von der Gesellschaft gewählten Verlustansätzen sehr vorsichtige Annahmen zugrunde liegen.

Adressenausfallrisiken in Form des Ausfalls eines Geschäftspartners sind in der Historie der EUWAX AG noch nicht zu verzeichnen gewesen. Verluste aufgrund von Bonitätsveränderungen bei Emittenten von Wertpapieren kommen regelmäßig vor, sind jedoch für die Gesellschaft von untergeordneter Bedeutung. Diese Verluste können zum Zwecke eines Backtesting nicht mit vertretbarem Aufwand von Verlusten, die aus normalen Marktpreisrisiken entstanden sind, getrennt werden. Diese sind daher beim Backtesting der Marktpreisrisiken implizit berücksichtigt.

Liquiditätsrisiken aufgrund einer unzureichenden Marktliquidität von Wertpapieren führen im Falle ihres Eintritts ebenfalls zu Kursverlusten und sind daher bereits beim Backtesting der Marktpreisrisiken enthalten. Schäden aus anderen Liquiditätsrisiken sind bei der EUWAX AG noch nie zu verzeichnen gewesen.

Operationelle Risiken traten historisch bisher nur selten und in einem Umfang ein, der weit unterhalb des Value-at-Risk lag. Da viele operationelle Risiken jedoch nur sehr selten schlagend werden, dann jedoch hohe Schäden verursachen können, bedarf es eines langen Betrachtungszeitraumes, um untermauerte Aussagen zur Prognosegüte des Value-at-Risk Modells, insbesondere im Bereich hoher Konfidenzniveaus, treffen zu können. Dies ist bei der EUWAX AG mangels historischer Schadensfälle nicht gegeben. Aufgrund der eher vorsichtigen Schätzung von Eintrittswahrscheinlichkeiten und Schadenshöhen geht die Gesellschaft jedoch von einer hohen Prognosegüte aus. Ein Hinweis hierauf ist auch die Tatsache, dass die im Value-at-Risk regelmäßig erwartete Verluste (50% Konfidenzniveau) deutlich über den bisher eingetretenen Verlusten liegen.

Zusammenfassung

Die gesamte Risikosituation der EUWAX AG hat sich im Berichtsjahr deutlich reduziert. Dies ist sowohl auf die erfolgreiche Bewältigung einzelner Risiken zurückzuführen, als auch auf verbesserte Möglichkeiten der Risikoquantifizierung im Bereich der operationellen Risiken und der Marktpreisrisiken. So hat sich beispielsweise das im Vorjahr bedeutsame Risiko im Zusammenhang mit der Zukunftsfähigkeit des Börsenhandelssystems Xontro mit fortschreitendem Projektverlauf relativiert. Im Berichtszeitraum ist jedoch auch ein bedeutsames Großkundenrisiko schlagend geworden. Die hierdurch entstandenen Effekte sind berücksichtigt. Das verbleibende Restrisiko ist entsprechend zurückgegangen.

Die nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der Risikotragfähigkeit, sowie die Value-at-Risk Beträge der einzelnen Risikokategorien im Berichtsjahr. Die Auslastung sämtlicher Risikokategorien lag im Berichtsjahr zu keinem Zeitpunkt über 30% der Risikotragfähigkeit. Die aktuelle Risikosituation ist im Gesamten weiterhin als moderat einzustufen.

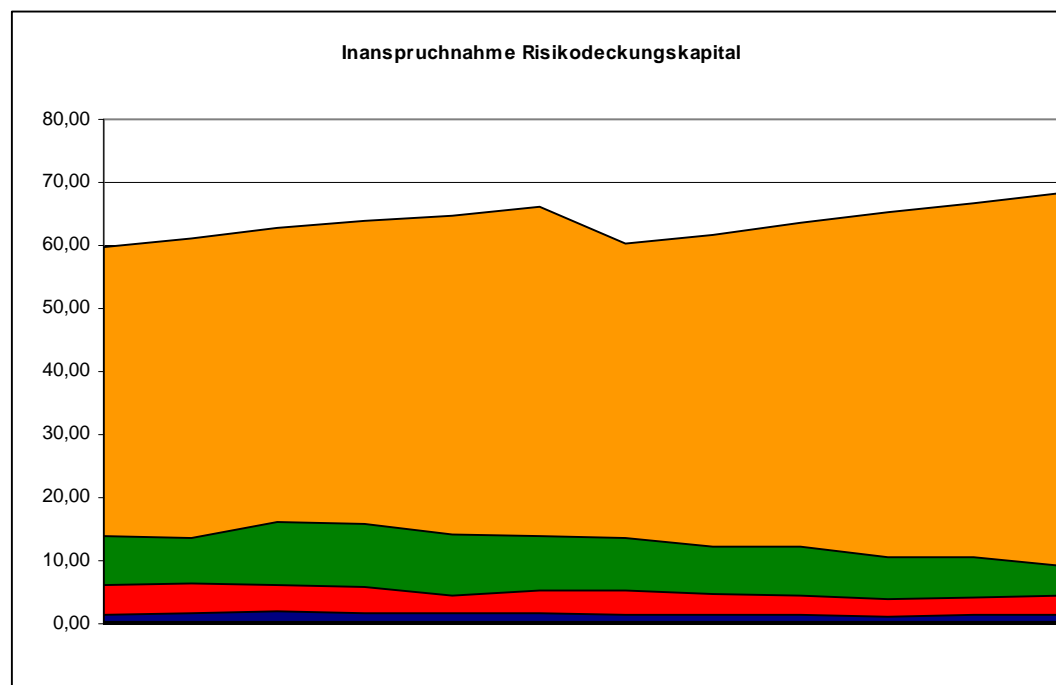


Abb. 19: Inanspruchnahme Risikodeckungskapital

Prognosebericht

Gesamtwirtschaftliche Entwicklung

Die Frühindikatoren und gegenwärtigen Wirtschaftsdaten zeichnen kein klares Bild für die weitere globale Konjunktorentwicklung.

Einerseits haben insbesondere die hohen Rohstoff- und Energiepreise deutliche Spuren in den Stimmungsbarometern von Wirtschaft und Konsumenten hinterlassen. Die deutlich angezogenen globalen Inflationswerte haben außerdem ein schon vergessen geglaubtes Gespenst mit Namen „Zinsangst“ zurückkehren lassen.

Andererseits minderte die inzwischen erfolgte Stabilisierung der Energiepreise nicht nur den inflationären Druck, sondern ermöglichte auch eine Aufhellung von Verbrauchervertrauen und Einkaufsmanagerindices. Auch die US-Notenbank zeigte in den zuletzt veröffentlichten Kommentaren eine Tendenz zum Ende des laufenden Zinserhöhungszyklusses an.

Die im Januar 2006 erfolgte Inversion der US-Zinskurve kündigt wiederum in der Theorie eine bevorstehende Rezession an. Nach Meinung vieler Marktteilnehmer dürfte sich dieses Signal jedoch als unbegründet herausstellen. Die Risiken für die globale Konjunktur und die Finanzmärkte sind aus heutiger Sicht in jedem Fall aber höher als vor Jahresfrist. Die Risiken resultieren primär aus den dem anfälligen US-Immobilienmarkt, dem unkontrollierten Wachstum des Handelsdefizits und dem privaten Konsum in den USA. Für Deutschland könnte eine negative Entwicklung von dieser Seite eine dämpfende Wirkung auf die nationale Konjunktur und Verbraucherstimmung haben. Viele Investoren fürchten Parallelen zu den Auswirkungen einer zu starken Straffung der Leitzinsen in den Jahren 1994 und 2000 mit entsprechend kontraktiven Effekten auf Wirtschaft und Finanzmärkte. Bei Betrachtung des absoluten Zinsniveaus dürfte den Notenbanken allerdings noch ein ausreichender Spielraum für potenzielle weitere Zinsschritte bleiben, auch sollten die Erfahrungen aus dem Jahr 2000 vor einer zu starken Anhebung warnen. Zieht man insbesondere einen Vergleich zum Ende des Internethypes in 2000, so zeigt sich auf Unternehmensseite eine bedeutend robustere Grundkonstellation. Viele Unternehmen haben die letzten Jahre zu einer nachhaltigen Konsolidierung ihrer Bilanzen genutzt und vollziehen aus den im New Economy Crash gemachten Erfahrungen eine recht strikte Kapazitätssteuerung. Ein starker Einbruch der globalen Wirtschaftsaktivitäten ist vor diesem Hintergrund nicht zu erwarten. Auch stehen einer möglichen Verlangsamung der US-Konjunktur die beiden Wirtschaftsmächte Japan und China kompensatorisch gegenüber. Japan hat nach dem immer offensichtlicher werdenden Ende der langjährigen Krise auch weiterhin gute Voraussetzungen für eine solide selbst tragende Binnenkonjunktur.

Der Vorstand der EUWAX AG erwartet im angesetzten Basisszenario trotz der Risiken eine anhaltend positive Entwicklung der Weltwirtschaft, welche aber mit abgeschwächten Wachstumsraten verbunden sein dürfte.

Die Wechselkursrelationen haben sich im Laufe des Jahres 2005 mit einem Wiedererstarken des US-Dollar stabilisiert und aus Sicht vieler Marktteilnehmer ihre stark gewichtete Rolle als Risikofaktor für die globale Konjunktur abgegeben. Das gestiegene Zinsniveau in den USA verdrängte hierbei zunehmend das zuvor im Fokus stehende Zwillingdefizit der USA. Zwar bestehen hier noch immer eklatante Ungleichgewichte in Staatshaushalt und Leistungsbilanz, die Auswirkung hiervon dürften aus Sicht vieler Marktteilnehmer aber zumindest kurzfristig begrenzt bleiben. Sollten die Defizite in ihrer derzeitigen Ausprägung allerdings dauerhaften Bestand haben, wären starke Verwerfungen an den globalen Finanz- und Devisenmärkten eine unausweichliche Folge. Für den Ausblick auf die globale Wirtschaftsentwicklung dürfte diese Thematik allerdings nur bedingten Einfluss entfalten können. Die Stärke des Euro im Januar 2006 könnte vor diesem Hintergrund nur temporären Charakter haben.

Das gezeichnete Umfeld setzt somit im Vergleich zu 2005 unsicherere und tendenziell volatilere Rahmenbedingungen für die deutsche Wirtschaft und verlangt für eine Konjunkturbelebung zunehmend binnenwirtschaftliche Impulse. Der in den vergangenen Jahren vom starken globalen Wirtschaftswachstum getragene Exportboom war die tragende Säule der deutschen Konjunktur und hat das Abgleiten in eine anhaltende Rezession verhindert. Die positiven Impulse von dieser Seite dürften in 2006 nur moderat ausfallen. Auch die Neuwahlen haben keine als übermäßig reformfreudig einschätzende Regierung entstehen lassen und somit dürften auch von dieser Seite keine positiven Impulse zu erwarten sein. Die anhaltend schwache Binnenkonjunktur lässt eine Fortsetzung der lähmenden und nur langsam voranschreitenden Strukturänderung befürchten. Der immer wieder in Aussicht

gestellte, nachhaltige und selbsttragende Konjunkturaufschwung in Deutschland ist somit mit großen Fragezeichen versehen.

Entwicklung der Kapitalmärkte

Der Jahresverlauf 2005 brachte dem DAX[®] eine eindrucksvolle Fortsetzung des Kursaufschwungs. Die seit Frühjahr 2003 laufende Aufwärtsbewegung erhielt zusätzlichen Schwung durch die im September abgehaltenen Neuwahlen und eine damit einhergehende Hoffnung auf verstärkte Reformen. Die Entwicklung der **globalen Aktienmärkte** verlief jedoch sehr heterogen. Während Europa und die meisten asiatischen Märkte teils deutliche Kursgewinne verbuchen konnten, stand der US-Aktienmarkt bereits im Bann der fortgesetzten Zinserhöhungen. Die Jahresperformance der US-Indices war unverändert bis negativ und spiegelt die Vorsicht der Anleger wider. Es ist allerdings anzumerken, dass die nordamerikanischen Indices bereits 2002 ihren Bärenmarkt beendet hatten und gesamtwirtschaftliche Entwicklungen tendenziell früher und effizienter als andere Kapitalmärkte einpreisen. Sollte sich kein konjunkturelles „worst case“-Szenario einstellen, dürften die Abwärtsrisiken moderat sein und die Chancen insbesondere im Technologiebereich liegen. Die teilweise überhitzten Rohstoffpreise und die zugehörigen börsennotierten Gesellschaften besitzen dagegen deutliches Korrekturpotenzial.

Die **asiatischen Märkte** zeigten wie auch in der Vergangenheit eine im Vergleich zu Europa relativ hohe Emanzipation und führten teilweise ihr Eigenleben fort. Das neue Allzeithoch im südkoreanischen KOSPI und die starken Kursgewinne des Nikkei liegen primär in lokalen Faktoren begründet. Die besten Aussichten für weitere Kursgewinne dürfte für 2006 klar der japanische Aktienmarkt haben. Ein sich selbst tragender Konjunkturaufschwung, anhaltende Reformen, ein gesunder Finanzsektor und eine starke private und industrielle Konsum- beziehungsweise Investitionsneigung wirken hier zusammen mit dem hohen Gewinnniveau der Unternehmen und attraktiven Bewertungen anziehend für Investoren. Das zunehmende innerasiatische Handelsvolumen dürfte mittelfristig die Abhängigkeit der dortigen Exportnationen von der US-Konjunktur weiter entkoppeln. Ein potenzieller Einbruch des privaten US-Konsums dürfte in 2006 im Vergleich zu früheren Jahren deutlich limitierte Auswirkungen haben. Größter Risikofaktor für Asien wäre eine harte Landung der boomenden chinesischen Volkswirtschaft. Diesbezügliche Gefahren liegen insbesondere im labilen Finanzsektor, welcher China mittelfristig vor deutliche Probleme stellen könnte. Eine Abkühlung der chinesischen Wirtschaft hätte für die globale Konjunktur durch sinkende Rohstoff- und Energiepreise nicht nur negative Folgen, ist derzeit aber nicht in einem Basisszenario anzusetzen.

Für den **deutschen Aktienmarkt** deutet sich nach den hohen Kursgewinnen in 2005 und zu Beginn des Jahres 2006 eine Phase der Konsolidierung oder zumindest moderaterer Kursgewinne an. Das prognostizierte anhaltende Gewinnwachstum vieler Unternehmen wird sich jedoch stützend auswirken. Eine potenzielle Ernüchterung nach den Wahlen dürfte sich auch in einer tendenziell verstärkten Zurückhaltung ausländischer Investoren äußern, die klar auf die Kombination von Neuwahlen und durchgreifenden Reformen gesetzt hatten. Die in einer Basisszenariobetrachtung nur mit moderaten Verlustrisiken behafteten US-Börsen dürften eine noch stärkere Auswirkung auf die Performance des deutschen Aktienmarktes haben. Das deutsche Aktienmarktumfeld dürfte somit schwieriger als in 2005 werden. Für die Volatilitäten ist keine klare Tendenz erkennbar, wobei die Tiefstände überwunden scheinen. Die insgesamt gestiegenen Unsicherheiten sprechen ebenso wie anhaltend mögliche Verwerfungen an den Bondmärkten für zumindest temporär erhöhte Volatilitäten, die somit für die Branche der Wertpapierdienstleister ein solides Basisniveau an Transaktionen sichern sollten.

Die **globalen Rentenmärkte** dürften insbesondere von der weiteren Zins- und Inflationsentwicklung geprägt sein. Das im Jahr 2005 markierte Tief der Renditen könnte sich rückblickend als Wendepunkt darstellen. Die Risiken bezüglich eines Crashes am Bondmarkt, vergleichbar zur Situation im Jahr 1994, bestehen aus einigen Gesichtspunkten, auch wenn diese durch das in Aussicht gestellte Ende des Zinsanhebungszyklusses in den USA abgemildert werden. Das Fehlen globaler Investmentalternativen und das anhaltende Terrorrisiko sollten dagegen auch in 2006 für den Bondmarkt stützende Faktoren sein.

Nachdem die **Volatilitäten** im Jahr 2005 zunächst auf einen Tiefststand gefallen waren, erholten sie sich zwar im 3. Quartal, verblieben aber insgesamt auf sehr niedrigem Niveau. Wie die bisherige Ent-

wicklung in 2006 aufgezeigt hat, ist tendenziell eine Belebung der Volatilitäten zu erwarten. Der Handel von derivativen Hebelprodukten würde von dieser Entwicklung entsprechend profitieren. Das Umfeld für verbrieft Derivate dürfte damit auch von dieser Seite erneut günstig sein.

Branchenentwicklung

Die Branchenentwicklung der Wertpapierdienstleister dürfte wie aufgezeigt auch in 2006 von einem intensiven Wettbewerb geprägt sein. Die aufseiten der Skontroführer bereits erfolgte starke Konzentration dürfte nun auch aufseiten der nationalen und internationalen Börsenplätze ihre Entsprechung oder zumindest diesbezügliche Anbahnungen erfahren. Der in allen Bereichen der Wertschöpfungskette vorherrschende Margendruck und der Zwang zu teils kapitalintensiven Innovationen setzt verschärfte Anforderungen an die Kapitalausstattung der Marktteilnehmer und zwingt zur Suche nach Skaleneffekten. Nur Wettbewerber mit einem gesunden Geschäftsmodell und einer guten Positionierung dürften dauerhaft und damit auch in schlechten Marktphasen ein dem Kapitaleinsatz angemessenes Gewinnniveau erwirtschaften.

Die Weiterentwicklung der derzeitigen Marktmodelle stellt ein Kernelement der zukünftigen Positionierung der EUWAX AG dar. Insbesondere der Konkurrenz durch den außerbörslichen Handel gilt es durch eine entsprechende Weiterentwicklung des Dienstleistungsangebots entgegenzutreten. Die Höhe der Liquidität in den Orderbüchern der Gesellschaft ist ein zentraler Wettbewerbsvorteil für die erfolgreiche Bewältigung der zukünftigen Herausforderungen. Die Konkurrenz im Handel mit verbrieften Derivaten dürfte aufgrund der hohen Marktattraktivität noch intensiver werden. Die Zulassung der Firma Baader Wertpapierhandelsbank im Marktsegment EUWAX (regulated) beschreibt diese Entwicklung. Die EUWAX AG sieht sich gut positioniert, auch zukünftig sowohl Anleger als auch Emittenten durch die hohe Qualität ihrer Dienstleistungen zu überzeugen und diese den Interessen aller Kundengruppen entsprechend weiterzuentwickeln.

Ziele für das Geschäftsjahr 2006

Der Vorstand der EUWAX AG rechnet mit einem für die Gesellschaft anspruchsvollen, aber günstigen Umfeld. Im Basisszenario dürfte im Vergleich zu 2005 eine erneut anziehende Transaktionstätigkeit zu beobachten sein. Die gestiegenen globalen makroökonomischen Unsicherheiten stehen bisher steigenden Unternehmensgewinnen gegenüber. Insbesondere an den deutschen Aktienmärkten wurden weiterhin die Chancen höher als vorhandene Risiken gewichtet und Anleger zeigten auch Anfang 2006 eine höhere Bereitschaft steigende Bewertungsniveaus an der Börse zu bezahlen. Die Entwicklung der Schlussnoten und Orderbuchumsätze wird vor diesem Hintergrund positiv eingeschätzt.

Zwar hat sich der von der EUWAX AG bearbeitete Markt der Privatanleger deutlich aufgehellt, jedoch ist das Vertrauen vieler Anleger in die Börsen noch immer vom Platzen der New Economy Blase beschädigt. Die positiven Zeichen aus dem Geschäftsjahr 2005 haben sich im bisherigen Verlauf des neuen Berichtsjahrs fortgesetzt und somit die eingeschlagene Entwicklung bestätigt. Für die eigenen Planzahlen bedeutet dies eine Fortsetzung der erfreulichen Entwicklung aus der 2. Jahreshälfte des Vorjahres.

Mittelfristige Ziele der Gesellschaft

Auch mittelfristig sieht sich die EUWAX AG gut aufgestellt. Die schlüssige Strategie und das überzeugende Marktkonzept eröffnen der Gesellschaft nach wie vor gute Wachstumsperspektiven. Allerdings sind angesichts der volatilen Rahmenbedingungen zuverlässige mittelfristige Ergebnisprognosen nicht möglich. Aufgrund der sehr guten Marktstellung der Gesellschaft geht der Vorstand jedoch davon aus, dass auch bei anhaltendem Wettbewerbsdruck (was wahrscheinlich ist) und schwierigen Marktbedingungen ein leichtes Ertragsplus bei konstantem Aufwandsniveau zu einer Aufrechterhaltung des attraktiven Gewinnniveaus führen kann.

Zusammenfassung

Die Rahmenbedingungen für das Jahr 2006 fallen den konjunkturellen und geopolitischen Rahmenbedingungen entsprechend und dem guten Jahresauftakt folgend vorsichtig optimistisch aus. Das der Planung zugrunde gelegte Basisszenario dürfte der EUWAX AG eine erneut verbesserte operative Entwicklung ermöglichen. Auf Basis des Jahresüberschusses bedeutet dies eine Fortsetzung der Er-

